

保险行业

平安人均价值创造能力最强，新华健康险产能跃居首位-回看 2018 年上市保险公司的个险发展

评级：买入（维持评级）

分析师：陆韵婷

执业证书编号：S0740518090001

Email: luyt@r.qlzq.com.cn

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

重点公司基本状况

| 简称   | 股价<br>(元) | EVPS |       |       |       | PEV  |       |       |       | 评级  |
|------|-----------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-----|
|      |           | 201  | 2018E | 2019E | 2020E | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |     |
| 中国平安 | 80.71     | 45.  | 54.84 | 67.00 | 78.79 | 1.79 | 1.47  | 1.20  | 1.02  | 买入  |
| 新华保险 | 58.50     | 49.  | 55.50 | 66.94 | 78.49 | 1.19 | 1.05  | 0.87  | 0.75  | 买入  |
| 中国太保 | 34.85     | 31.  | 37.09 | 43.77 | 51.31 | 1.10 | 0.94  | 0.80  | 0.68  | 买入  |
| 中国太平 | 24.60     | 34.  | 38.83 | 47.39 | 55.30 | 0.70 | 0.63  | 0.52  | 0.45  | 买入  |
| 中国人寿 | 28.65     | 25.  | 28.13 | 32.52 | 36.96 | 1.10 | 1.02  | 0.88  | 0.78  | 未评级 |

备注 中国太平为港币

基本状况

|             |         |
|-------------|---------|
| 上市公司数       | 7       |
| 行业总市值(百万元)  | 3054495 |
| 行业流通市值(百万元) | 1005059 |

行业-市场走势对比



相关报告

- 《净利润和内含价值均超预期，集团 2.0 转型框架显现-太保 18 年年报点评》-2019.03.25
- 《负债端转型和执行初有成效，制度性运营框架已建立-新华保险 18 年年报点评》-2019.03.21
- 《核心指标均略超预期，回购方案落地带来股价支撑-平安 18 年年报点评》2019.03.19
- 《起征点，超额累计税率和展业成本调整大幅降低保险营销员的税负成本-案例测算分析》2019.03.05

投资要点

- 2018 年上市公司自 2013 年以来代理人数量首次出现下滑。2018 年在年初开门红同比大幅负增长导致代理人收入降低，转型保障产品过程中对销售技能要求较高，以及 2015-2017 年人力翻倍后较高的基数背景下，全年代理人渠道面临了较大的调整。平安，太保，新华，国寿和太平全年的人力数量分别增长 2.24%，-3.09%，6.32%，-8.81%和 33.5%至 141.7 万，84.7 万，37 万，143.9 万和 51.3 万人。
- 代理人数据的变化折射出各个公司基础管理和战略上的区别，具体看：
  - 1) 平安在 2015-2017 年行业人力大扩展期间依然保持了较高的增员质量，18 年代理人人均新单保费虽然下滑，但受益于综合金融模式，其人均月收入增长 0.7%至 6294 元，使得代理人数量保持了较好的稳定性；
  - 2) 太保代理人渠道在 2018 年资源偏向存量人力，健康和绩优人力分别增加 25.8%和 14.6%至 31.2 万人和 14.9 万人，用间接佣金等方式牵引代理人产能向上，而新增代理人入口在 18 年表现较弱；
  - 3) 新华保险是 14-17 年人力政策最为保守的上市公司，随着公司 2 年来资源全面投向保障转型，代理人销售保障产品意识和技能得到强化，叠加较小的基数，我们看好公司之后人力数量的扩展，18 年公司人力增长 6.32%至 37 万人，表现优于行业；
  - 4) 中国太平在 18 年配合福禄康瑞产品，采取了积极的人力发展战略，全年代理人大幅增加 33.5%至 51.3 万人，一方面说明行业增员依然有一定的空间，另一方面 18 年增加的人力主要扩大部均和组均人力，组织发展架构的夯实为下一步的自主经营奠定了基础；
- 平安人均价值创造能力遥遥领先，太保持续增长难能可贵。我们采用月人均新业务价值这个指标来反映各个公司代理人的价值创造能力。平安 2018 年月人均 Nbv 达到 4066 元，同比微增 1.1%，绝对值上遥遥领先，2013 年至今呈现单调递增的良好态势，体现了公司在产品，代理人，精算等方面强大的匹配和调整能力；中国太保 18 年人均 nbv 同比增长 4.7%至 2668 元，为上市公司中增速最高，而且其在 15-17 年的人力大扩张中，人均 nbv 依然是增加的，公司价值创造战略导向明晰。
- 新华健康险的人均产能超越平安，太平人力快速扩张拉低产能。我们首次统计了长期保障险和储蓄险的月人均产能情况，窥见各公司在客户区位，代理人销售能力和产品战略的变化。新华代理人“偏科”，强健康险弱储蓄险。新华保险 2018 年月人均健康险的产能达到了 3660 元，同比大幅增加 25.96%，甚至超过了平安 3264 元的保障险月均产能，显示出过去 3 年转型成效，但其储蓄险人均产能指标则大幅下降。由于新华过往基础较为薄弱，我们认可其短期内资源集中投入在健康险的策略；太平人力历史上以高产能见长，2013 年其月人均新单保费高达 10714 元，是平安的 1.8 倍，但其后其代理人渠道走向快速扩张道路，拉低其人均产能，2018 年其月人均新单保费下降 20%至 5846 元，降幅为上市同业最高，但由于沉淀主管的大绩优效应，产能的绝对值仅次于平安，销售技能从储蓄险往健康险转移。

- **上市公司 Q1 负债端和资产端表现均较为理想。**1) 2019 年各家保险公司根据价值目标, 资源禀赋和队伍建设进行了差异化的开门红布置, 价值和新单保费情况好于 18 年 1 季度, 我们预计 Q1 平安, 太保, 新华, 国寿和太平个险渠道新单保费增速分别为-19%, -8%, 20%, 15%和 5%, 平安, 新华, 国寿的新业务价值增速预计为 8%, 25%和 15%; 2) 2019 年实施代理人减税新政, 绝大部分代理人税收降幅超过 90%, 有助于稳定收入提高留存。3) 保险公司权益资产/净资产的比重在 80%-190%, 权益资产增值将带来净资产的增加, 同时增厚内含价值, 根据我们的测算, 大盘上涨 15%, 保险公司的 ev 将增厚 4.3%-8%; 4) 自 4 月以来, 随着经济数据的企稳, 长端利率快速由 3.07%回升至 3.29%, 也有利于提升保险公司估值。
- **投资建议:** 当前平安, 太保, 新华和国寿对应 2019 年的 A 股 pev 分别为 1.20,0.79,0.87 和 0.88 倍, 太平港股 pev 为 0.52。我们当前推荐 Q1 业务表现亮眼的新华保险, 寿险高层基本调整到位, 预期全年业绩前低后高的中国太保, 价值来源多样化的中国平安, 和代理人发展较为积极的中国太平。
- **风险提示事件:** 新单增速不及预期, 长期无风险收益率大幅度下降, 以及权益市场大跌

## 内容目录

|                                   |       |
|-----------------------------------|-------|
| 代理人数量的变化体现公司基础管理和战略的区别 .....      | - 4 - |
| 平安人均价值创造能力遥遥领先，太保持续增长难能可贵 .....   | - 5 - |
| 新华健康险的人均产能超越平安，太平人力快速扩张拉低产能 ..... | - 6 - |
| 投资建议： .....                       | - 8 - |
| 风险提示： .....                       | - 8 - |

## 图表目录

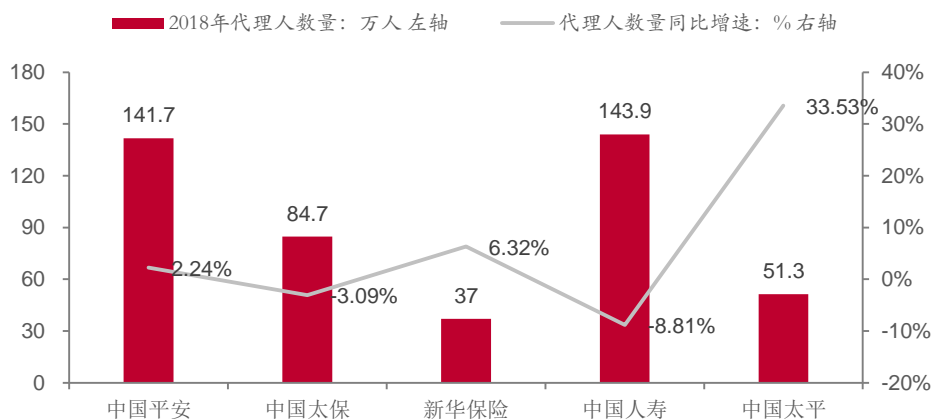
|  |       |
|--|-------|
| 图表 1: 五大公司 2018 年代理人数量情况: 万, % .....       | - 4 - |
| 图表 2: 2012 至 2018 年五大公司个险代理人数量变化: 万人 ..... | - 5 - |
| 图表 3: 2018 年五大公司月人均新业务价值情况: 元, % .....     | - 5 - |
| 图表 4: 2013 至 2018 年月人均 Nbv 情况: 元 .....     | - 5 - |
| 图表 5: 2018 年五大公司月人均新单保费和增速: 元, % .....     | - 6 - |
| 图表 6: 2013 年至今各大公司月均产能变化: 元 .....          | - 7 - |
| 图表 7: 2018 年五大公司长期保障和储蓄险人均产能情况: 元, % ..... | - 7 - |
| 图表 8: 2013 年至今各公司长期保障月人均新单保费情况: 元 .....    | - 7 - |
| 图表 9: 2013 年至今各公司储蓄险月人均新单情况: 元 .....       | - 8 - |

## 代理人数量的变化体现公司基础管理和战略的区别

2018 年在年初开门红同比大幅负增长导致代理人收入降低，转型保障产品过程中对销售技能要求较高，以及 2015-2017 年人力翻倍后较高的基数背景下，全年代理人渠道面临了较大的调整。平安、太保、新华、国寿和太平全年的人力数量分别增长 2.24%，-3.09%，6.32%，-8.81%和 33.53%至 141.7 万，84.7 万，37 万，143.9 万和 51.3 万人。代理人数据的变化折射出各个公司基础管理和战略上的区别，具体来看：

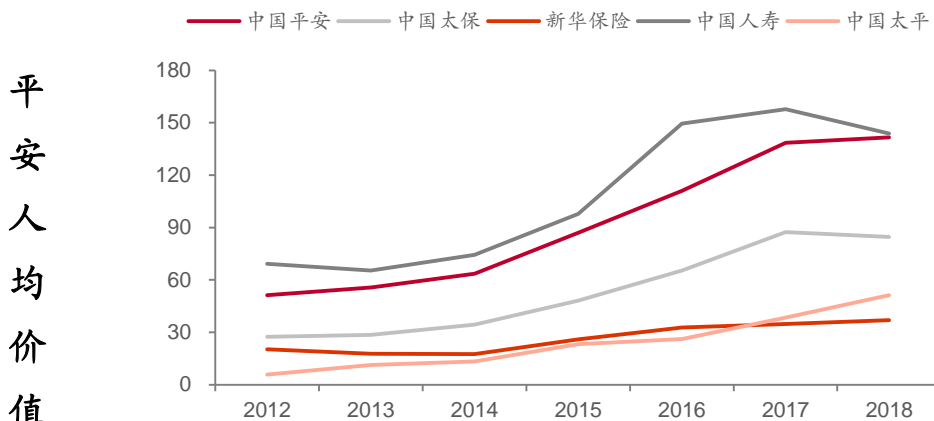
1. 平安在 2015-2017 年行业人力大扩展期间相对比较克制，依然保持了较高的增员质量，18 年代理人人均新单保费虽然有 11.7% 的下滑，但受益于综合金融模式，其人均月收入增长 0.7% 至 6294 元，使得代理人数量保持了较好的稳定性；
2. 太保个险渠道的代理人数量由 14 年的 34.4 万人增加至 17 年的 87.4 万人，增幅为上市公司最快，进入到 2018 年，公司代理人渠道的资源偏向存量人力，健康和绩优人力分别增加 25.8% 和 14.6% 至 31.2 万人和 14.9 万人，用间接佣金等方式牵引代理人产能向上，而新增代理人入口在 18 年表现较弱，同比下降 3.1% 至 84.7 万人；
3. 新华保险是 14-17 年人力政策最为保守的上市公司，随着公司 2 年来资源全面投向保障转型，代理人销售保障产品意识和技能得到强化，叠加较小的基数，我们看好公司之后人力数量的扩展，18 年公司人力增长 6.32% 至 37 万人，表现优于行业；
4. 中国太平在 18 年配合福禄康瑞产品，采取了较为激进的人力发展战略，全年代理人大幅增加 33.5% 至 51.3 万人，一方面说明行业增员依然有一定的空间，另一方面 18 年增加的人力大幅扩大了部均和组均（两者分别从 17 年的 8.3 人，48.6 人增加至 18 年的 11.1 人和 65.7 人）人力，组织发展架构的夯实为下一步的自主经营奠定了基础，公司对新增人力产能的培养能力还需要观察。

图表 1：五大公司 2018 年代理人数量情况：万，%



来源：公司年报，中泰证券研究所

**图表 2：2012 至 2018 年五大公司个险代理人数量变化：万人**

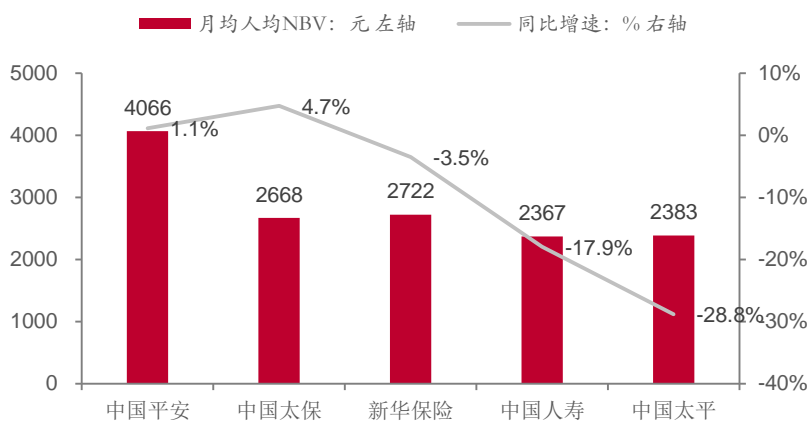


来源：公司年报，中泰证券研究所

### 平安人均价值创造能力遥遥领先，太保持续增长难能可贵

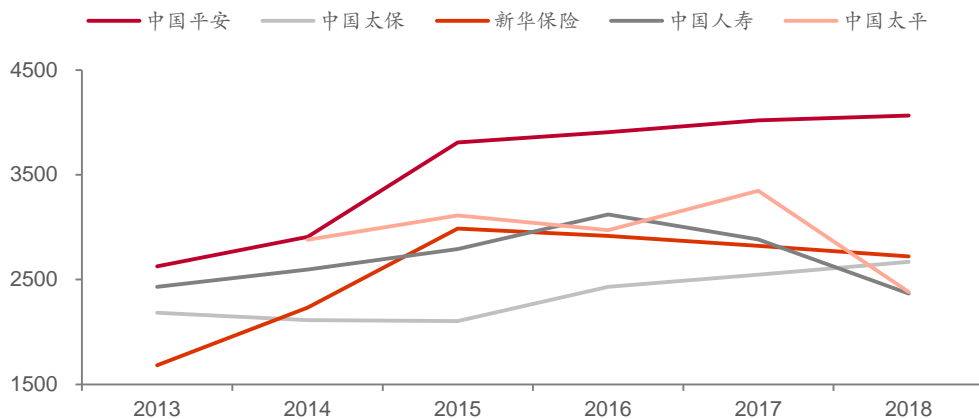
我们采用月人均新业务价值这个指标来反映各个公司代理人的价值创造能力。平安2018年月人均NbV达到4066元，同比微增1.1%，绝对值上遥遥领先同业，2013年至今呈现单调递增的良好态势(15年的跳跃来自于偿二代的切换)，体现了公司在产品，代理人，精算等方面强大的匹配和调整能力；另一个表现出色的是中国太保，18年期人均新业务价值同比增长4.7%至2668元，为上市公司中增速最高，而且难能可贵的是，其在15-17年的人力大扩张中，人均新业务价值依然是增加的，公司价值创造战略导向明晰，不足在于人均新业务价值的绝对值依然距离平安有较大差距。

**图表 3：2018 年五大公司月人均新业务价值情况：元，%**



来源：公司年报，中泰证券研究所

**图表 4：2013 至 2018 年月人均 NbV 情况：元**



来源：公司年报，中泰证券研究所

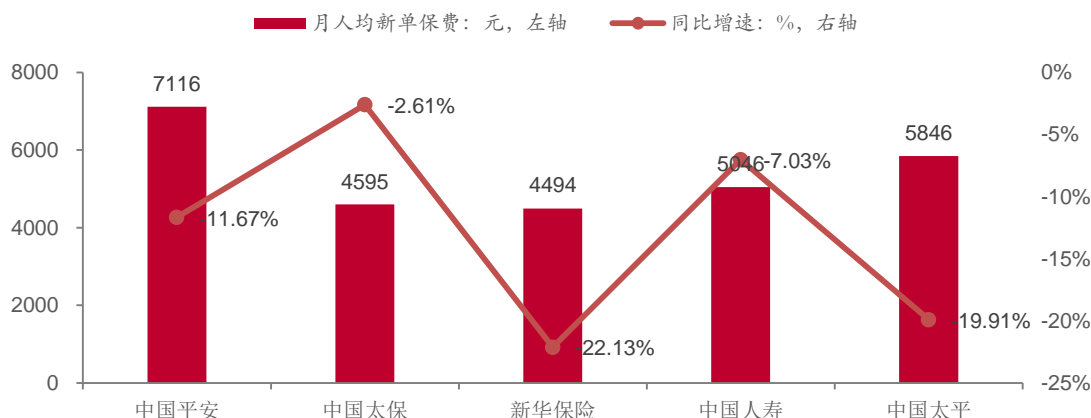
### 新华健康险的人均产能超越平安，太平人力快速扩张拉低产能

代理人产能是衡量代理人队伍的关键指标，我们不仅统计了月人均首年保费的数据，更加区分了长期保障险和储蓄险的月人均产能情况，窥见各公司在客户区位，代理人销售能力和产品战略的变化。

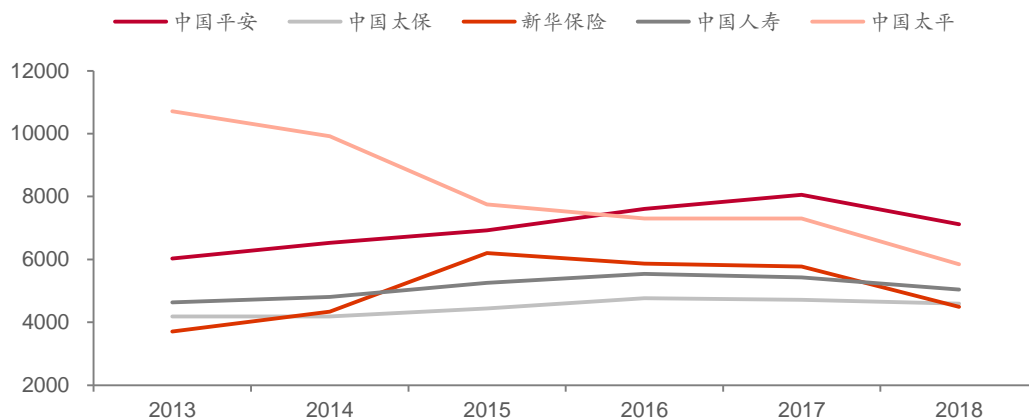
新华代理人“偏科”，强健康险弱储蓄险。新华保险2018年月人均健康险的产能达到了3660元，同比大幅增加25.96%，甚至超过了平安3264元的保障险月均产能，显示出过去3年新华在健康险培训，销售引导上的成效，但相反的，其在储蓄险人均产能指标则大幅下降，特别是在18年开门红遇冷情况下，储蓄险的月均产能下滑70%，从而拉低其整体的代理人产能。由于新华过往基础较为薄弱，我们认可其短期内资源集中投入在健康险的策略，之后随着健康险销售技能的夯实，期待其逐渐展现出全面的销售能力；

太平新增代理人的消化仍需要时间。历史上，太平人力以高产能见长，2013年其月人均新单保费高达10714元，是当时平安人均产能的1.8倍，但其后其代理人渠道走向快速扩张道路，快速拉低其人均产能，2018年其月人均新单保费下降20%至5846元，降幅为上市同业最高，但由于沉淀主管的大绩优效应，产能的绝对值仅次于平安，销售技能从储蓄险往健康险转移。

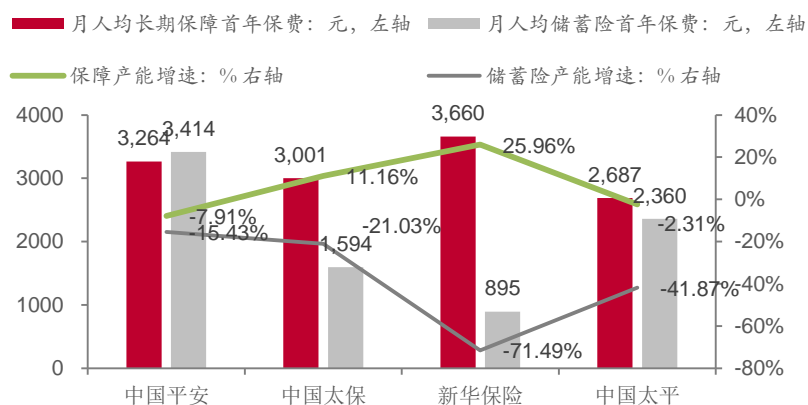
图表5：2018年五大公司月人均新单保费和增速：元，%



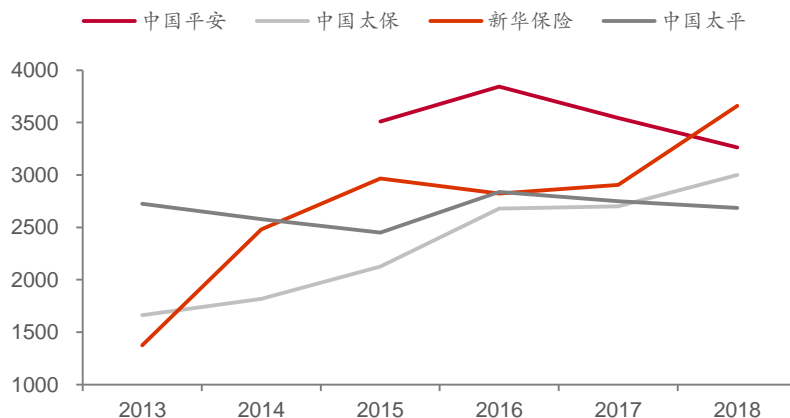
来源：公司年报，中泰证券研究所

**图表 6: 2013 年至今各大公司月均产能变化: 元**


来源: 公司年报, 中泰证券研究所

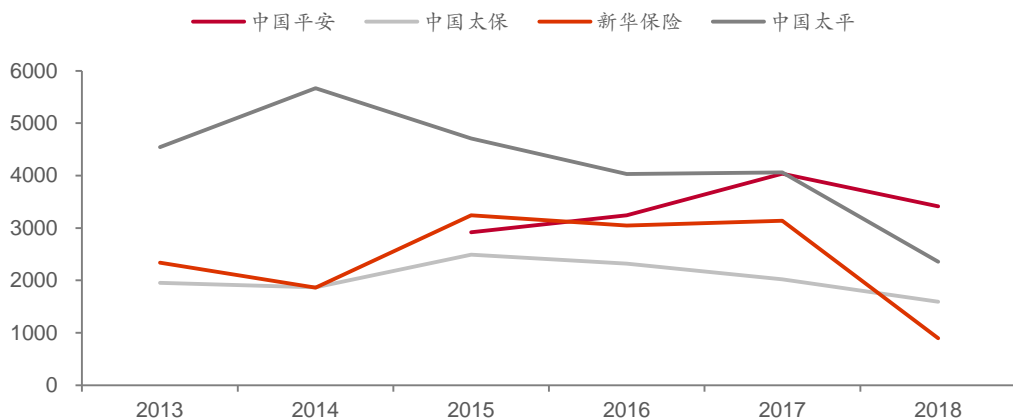
**图表 7: 2018 年五大公司长期保障和储蓄险人均产能情况: 元, %**


来源: 公司年报, 中泰证券研究所

**图表 8: 2013 年至今各公司长期保障月人均新单保费情况: 元**


来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 9: 2013 年至今各公司储蓄险月人均新单情况: 元



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

### 投资建议:

- 2019 年各家保险公司根据自身价值目标, 资源禀赋和队伍建设进行了差异化的开门红布置, 价值和新单保费情况好于 18 年 1 季度, 我们预计 Q1 平安, 太保, 新华, 国寿和太平个险渠道新单保费增速分别为 -19%, -8%, 20%, 15% 和 5%, 平安, 新华, 国寿的新业务价值增速预计为 8%, 25% 和 15%;
- 2019 年实施代理人减税新政, 绝大部分代理人税收降幅超过 90%, 有助于稳定收入提高留存。
- 当前投资端对保险公司较为有利。保险公司的内含价值由净资产和有效业务价值构成, 其高杠杆的经营模式使得权益资产/净资产的比重在 80%-190%, 权益资产增值将带来净资产的增加, 同时增厚内含价值, 根据我们的测算, 大盘上涨 15%, 保险公司的 ev 将增厚 4.3%-8%; 同时投资收益的企稳也将增强 ev 的可信程度。自 4 月以来, 随着经济数据的企稳, 长端利率快速由 3.07% 回升至 3.29%, 也有利于提升保险公司估值。
- 当前平安, 太保, 新华和国寿对应 2019 年的 A 股 pev 分别为 1.20, 0.79, 0.87 和 0.88 倍, 太平港股 pev 为 0.52。我们当前推荐 Q1 业务表现亮眼的新华保险, 寿险高层基本调整到位, 预期全年业绩前低后高的中国太保, 价值来源多样化的中国平安, 和代理人发展较为积极的中国太平。

### 风险提示:

新单增速不及预期, 长期无风险收益率大幅度下降, 以及权益市场大跌。



**投资评级说明:**

|      | 评级 | 说明                                 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。