

保险

证券研究报告
2019年05月05日

1 季报利润与保费表现亮眼，资产端改善的后续确认能够进一步提升估值

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:4月保险行业投资策略:Q1寿险保费增速逐月改善,资产端向好,预计1季报业绩亮眼,保险股迎来向上时机》2019-04-20
- 《保险-行业专题研究: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》2019-04-03
- 《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

投资要点: 2019年Q1保险公司整体业绩表现亮眼。净利润合计同比增长76.4%,净资产较年初增长9.6%,主要来自于权益市场上涨。寿险方面,平安、国寿、太保、新华新单保费增速分别为-10.8%、8.9%、-13.1%、24.0%。国寿、平安NBV增速分别为28.3%、6.1%,我们预计新华Q1NBV增速约为25%、太保NBV增速与代理人期交保费增速(-18%)趋同。产险方面,人保、平安、太保的保费收入增速分别为18.3%、9.5%、12.7%,非车险保费占比同比分别提升7.2pct、0.7pct、4.0pct,人保、平安综合成本率均有所提升,但手续费率下降带来实际所得税率分别下降10.5pct、18.9pct。投资方面,考虑可供出售金融资产的浮盈,平安、国寿、太保、新华年化综合投资收益率约为8.7%、10.7%、7.3%、7.4%。2季度资产端各因素均呈向好趋势,10年国债到期收益率从3月末的3.07%提升31.9bps至3.39%,我们预计货币政策边际上暂时不会更加宽松,或将成为长端利率的支撑。另外,权益市场大概率好于去年同期。负债端方面,行业长期发展趋势向好,上市公司短期负债端趋势存在分化,国寿负债端趋势向好,主要由于NBV低基数(业务结构优化空间大)+管理改善带来。另外,我们判断太保寿险管理层将顺利过渡,公司经营更趋精细化。目前平安、国寿、太保、新华股价对应2019PEV分别为1.30、0.92、0.83、0.88倍,PAAV分别为1.13、1.17、0.92、0.88倍,估值仍处于低位,重点推荐中国太保、中国人寿。

1 季报回顾: 1) **利润:** 2019年Q1平安、国寿、太保、新华归母净利润增速分别为77.1%、92.6%、46.1%、29.1%,主要来源于权益市场上涨,若平安保险子公司使用旧会计准则,净利润同比增长4.2%,剔除短期投资波动的营运利润同比增长21%,显示盈利能力平稳。1季度末平安、国寿、太保、新华的归母净资产分别较年初增长7.4%、14.4%、8.4%、11.6%。2) **寿险业务:** Q1新华新单保费增速最快达24.0%,国寿增速为8.9%,平安和太保为负增长。国寿NBV增速为28.3%,预计优于同业,主要由于保障型业务取得了快速增长。平安寿险NBV增速为6.1%,源自于产品结构优化带来NBV margin同比提升6pct,预计新华NBV增速约为25%,太保NBV增速与代理人期交保费增速(-18%)趋同,在Q1触底后或将逐步回升。从驱动因素来看,中国平安代理人规模下降但价值创造能力提升,中国人寿代理人量质齐升。3) **财险业务:** 人保、平安、太保的保费收入增速分别为18.3%、9.5%、12.7%,非车险保费占比同比分别提升7.2pct、0.7pct、4.0pct;人保财险综合成本率98.3%,同比提升3.6pct;平安财险综合成本率97.0%,同比提升1.1pct,但手续费率下降带来实际所得税率分别下降10.5pct、18.9pct。4) **投资:** 考虑可供出售金融资产的浮盈,国寿、太保、新华年化综合投资收益率约为10.7%、7.3%、7.4%,如对利润表中的公允价值损益做简单的年化处理,平安总投资收益率约为8.7%。

2 季度展望: 资产端各因素均呈向好趋势。4月当月,10年国债到期收益率提升31.9bps至3.39%,预计货币政策边际上暂时不会更加宽松,或将成为长端利率的支撑。另外,权益市场大概率好于去年同期。负债端方面,行业长期发展趋势向好,1季度健康险保费同比增长39%,后续预计将保持高速增长,但上市公司短期负债端趋势存在分化,国寿负债端趋势向好,主要由于NBV低基数(业务结构优化空间大)+管理改善,另外太保寿险管理层变化的影响或小于市场预期。

风险提示: 1) 行业保费增速低于预期; 2) 股票市场大跌; 3) 代理人规模增长不及预期。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-04-30	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601601.SH	中国太保	36.18	买入	1.99	2.93	3.47	4.32	18.18	12.35	10.43	8.38
601628.SH	中国人寿	30.30	买入	0.40	1.60	1.78	2.07	75.75	18.94	17.02	14.64
601318.SH	中国平安	86.10	买入	5.88	8.32	10.52	12.65	14.64	10.35	8.18	6.81
601336.SH	新华保险	57.45	买入	2.54	3.44	4.25	5.01	22.62	16.70	13.52	11.47

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 2019年1季度上市公司归母净利润同比增长76.4%，主要来自于权益市场上涨	3
2. 寿险业务：新单保费和NBV增长有所分化	4
3. 产险业务：非车险保费占比提升，手续费率下降带来实际所得税率下降	5
4. 投资收益率表现较好，主要源自权益市场上涨	7
5. 投资建议：投资端各因素持续向好，保费短期趋势有所分化	9

图表目录

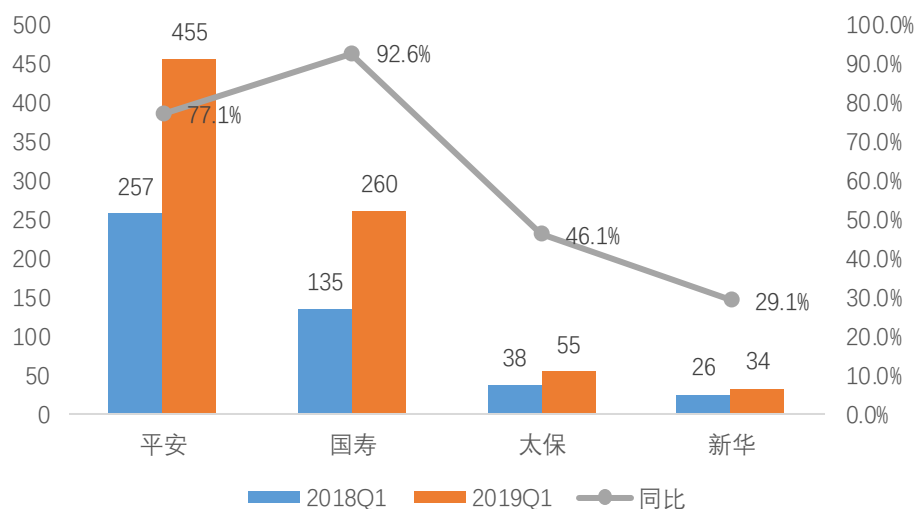
图1：上市公司归母净利润（单位：亿元）	3
图2：上市公司归母净资产（单位：亿元）	3
图3：其他综合收益（单位：亿元）	4
图4：上市公司新单保费（单位：亿元）	4
图5：平安、国寿1季度寿险NBV增速	5
图6：平安NBV margin	5
图7：个险代理人数量（万人）	5
图8：平安人均NBV（元）	5
图9：财险保费收入（单位：亿元）	6
图10：非车险保费占比	6
图11：人保财险产险综合成本率	6
图12：平安产险综合成本率	6
图13：沪深300涨跌幅	7
图14：10年期国债收益率（%）	8
图15：上市公司投资收益率	8
图16：10年期国债到期收益率（%）	9
图17：保险公司PEV	10
图18：保险公司PAAV	10
表1：个险渠道新单保费	4
表2：平安产险和中国财险利润情况	7
表3：太保资产配置	8

1. 2019 年 1 季度上市公司归母净利润同比增长 76.4%，主要来自于权益市场上涨

2019 年 1 季度中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险归母净利润分别为 455 亿、260 亿、55 亿、34 亿，增速分别为 77.1%、92.6%、46.1%、29.1%，利润高速增长主要来源于权益市场上涨带来的总投资收益大幅提升。平安实施 I9 准则，因此净利润对于股市上涨敏感性较高，若平安保险子公司使用旧会计准则，则净利润同比增长 4.2%。

中国平安剔除短期投资波动的营运利润同比增长 21%，显示盈利能力平稳。分业务板块来看，寿险及健康险、财险、银行、信托、证券、科技业务归母营运利润增速分别为 20%、77%、13%、16%、31%、-24%。

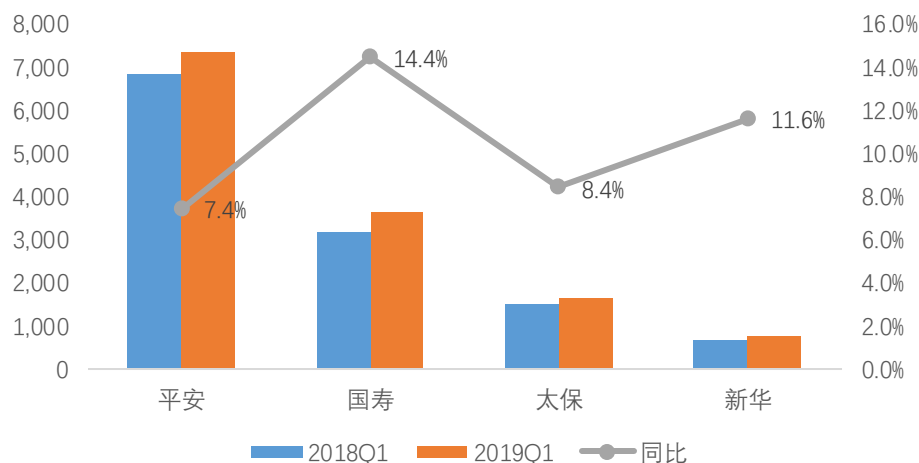
图 1：上市公司归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司季报，天风证券研究所

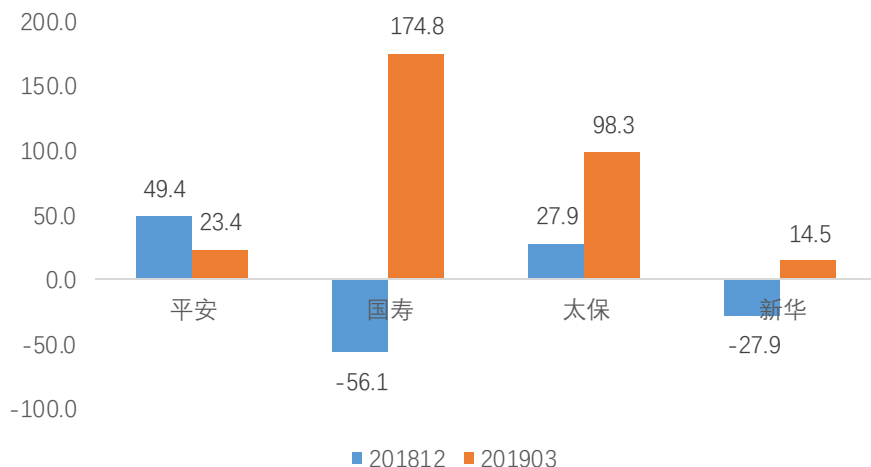
1 季度末上市公司归母净资产较年初增长 9.6%，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的归母净资产分别较年初增长 7.4%、14.4%、8.4%、11.6%。除了净利润高增长的贡献之外，国寿、太保、新华的可供出售金融资产公允价值上升带来其他综合收益大幅提升，也对净资产增长贡献较大。

图 2：上市公司归母净资产（单位：亿元）



资料来源：公司季报，天风证券研究所

图 3：其他综合收益（单位：亿元）

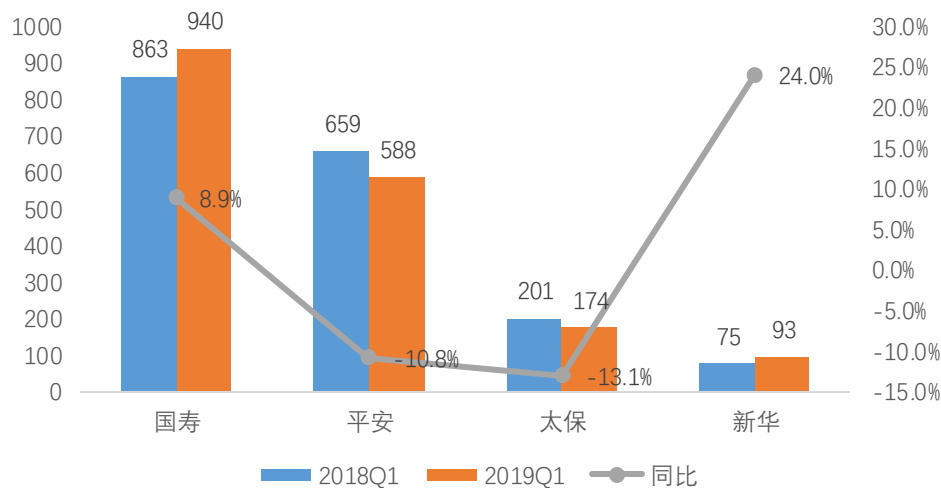


资料来源：公司季报，天风证券研究所

2. 寿险业务：新单保费和 NBV 增长有所分化

1 季度新华保险新单保费增速最快达 24.0%，其次是中国人寿，增速为 8.9%，中国平安和中国太保为负增长。新华、太保的个险渠道期交保费增速为 16.3%、-18.1%。

图 4：上市公司新单保费（单位：亿元）



资料来源：公司季报，天风证券研究所

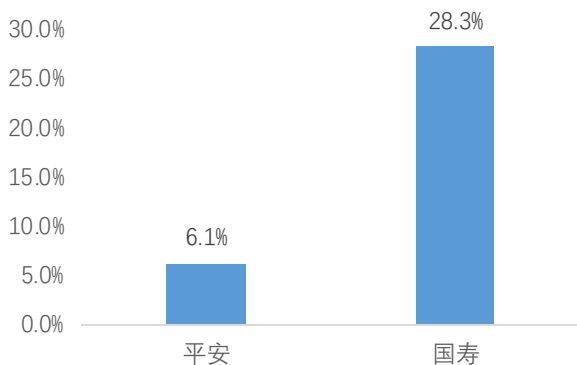
表 1：个险渠道新单保费（单位：亿元）

	2018Q1	2019Q1	同比
新华个险渠道新单	55	67	21.9%
其中：期交保费	47	55	16.3%
太保个险渠道新单	201	174	-13.1%
其中：期交保费	190	155	-18.1%

资料来源：公司季报，天风证券研究所

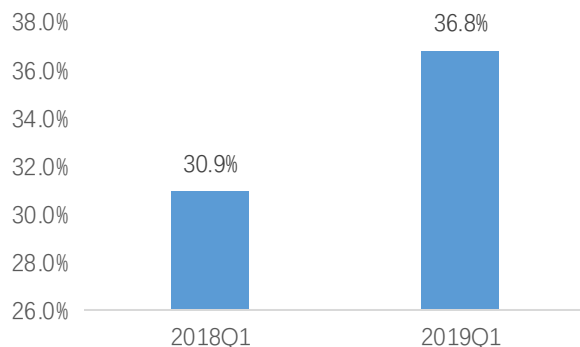
中国人寿 NBV 增速为 28.3%，预计优于同业，由新单保费平稳增长和业务结构优化带来，国寿首年期交保费同比增长 9.1%，在长险新单保费中的占比达 99%，同比提升 12pct；保障型业务是重点，取得了快速增长。平安寿险 NBV 增速为 6.1%，源自于产品结构优化带来的价值率提升，NBV margin 36.8%，同比提升 6pct。我们预计新华 1 季度 NBV 增速约为 25%，主要由新单保费同比增长 24% 及产品结构优化带来。预计太保 NBV 增速与代理人期交保费增速（-18%）趋同，主要由开门红启动晚以及年金险较同业更为稳健导致，在 Q1 触底后或将逐步回升。

图 5：平安、国寿 1 季度寿险 NBV 增速



资料来源：公司季报，天风证券研究所

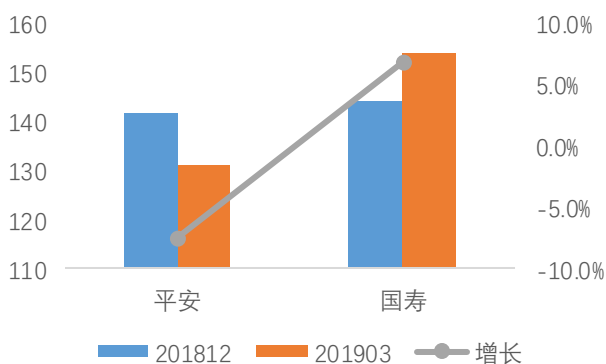
图 6：平安 NBV margin



资料来源：公司季报，天风证券研究所

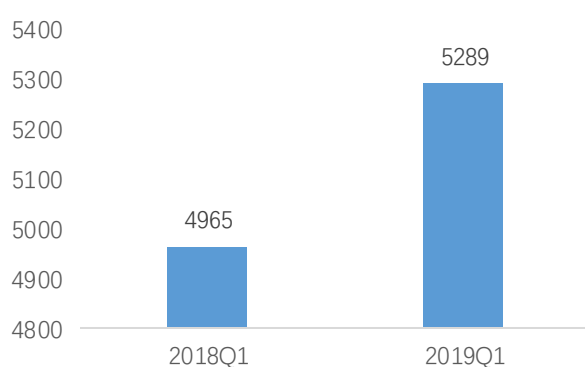
从驱动因素来看，中国平安代理人规模下降但价值创造能力提升，中国人寿代理人量质齐升。截至 2019 年 3 月末，平安代理人规模 131.1 万，较年初下滑 7.5%，但代理人人均 NBV 同比增长约 6.5%；国寿代理人规模达 153.7 万，较年初增长 6.8%；月均有效销售人力同比增长 37.9%，月均销售特定保障型产品人力规模同比提升 59.8%。

图 7：个险代理人数量（万人）



资料来源：公司季报，天风证券研究所

图 8：平安人均 NBV（元）



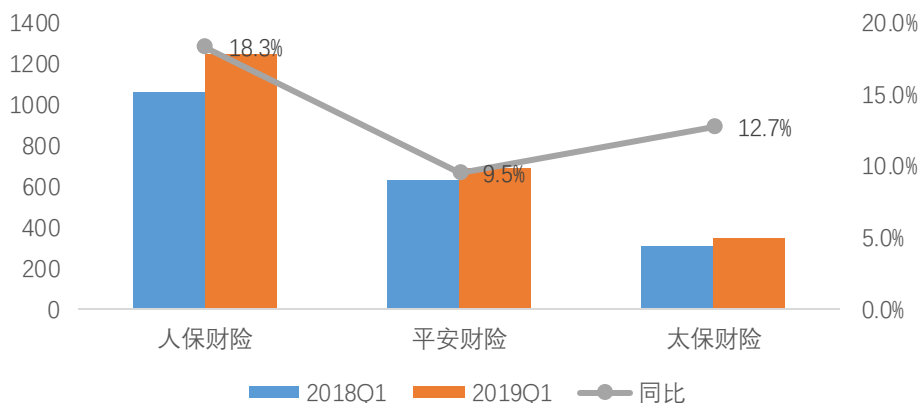
资料来源：公司季报，天风证券研究所

3. 产险业务：非车险保费占比提升，手续费率下降带来实际所得税率下降

1 季度人保财险、平安财险、太保财险的保费收入增速分别为 18.3%、9.5%、12.7%，非车险保费占比分别为 49.1%、30.9%、33.1%，同比分别提升 7.2pct、0.7pct、4.0pct。

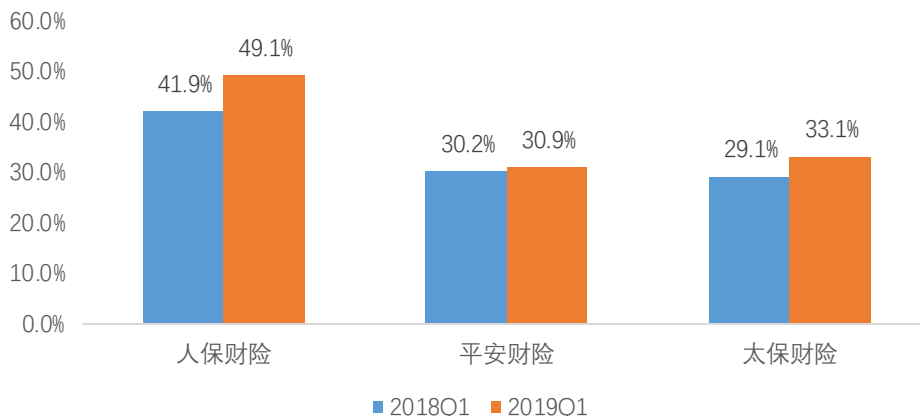
人保财险、平安财险综合成本率均有所提升,人保财险综合成本率 98.3%,同比提升 3.6pct,预计由赔付率、业务及管理费率均有所提升导致;平安财险综合成本率 97.0%,同比提升 1.1pct,预计由业务及管理费率上升带来。2019 年,监管“费用监管”趋严,手续费率下降导致实际所得税率下降,平安财险、人保财险的实际所得税率分别下降 18.9pct、10.5pct。

图 9: 财险保费收入(单位:亿元)



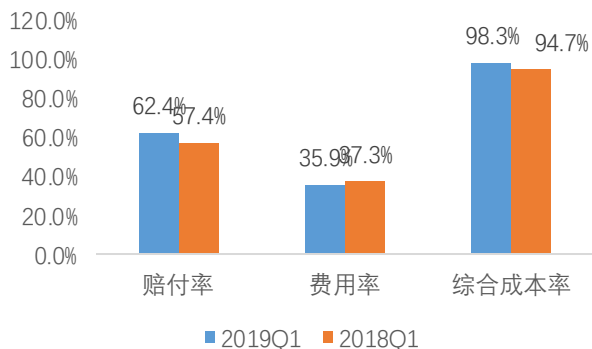
资料来源:公司季报,天风证券研究所

图 10: 非车险保费占比



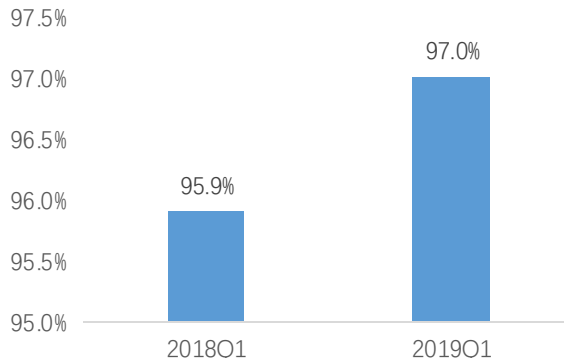
资料来源:公司季报,天风证券研究所

图 11: 人保财险产险综合成本率



资料来源:公司季报,天风证券研究所

图 12: 平安产险综合成本率



资料来源:公司季报,天风证券研究所

表 2：平安产险和人保财险利润情况

单位：百万		2019Q1	2018Q1	同比
平安产险	税前利润	7,525	5,626	33.8%
	所得税	1,730	2,358	-26.6%
	净利润	5,795	3,268	77.3%
	实际税率	23%	42%	-18.9%
人保财险	税前利润	6,442	7,683	-16.2%
	所得税	1,233	2,280	-45.9%
	净利润	5,209	5,403	-3.6%
	实际税率	19%	30%	-10.5%

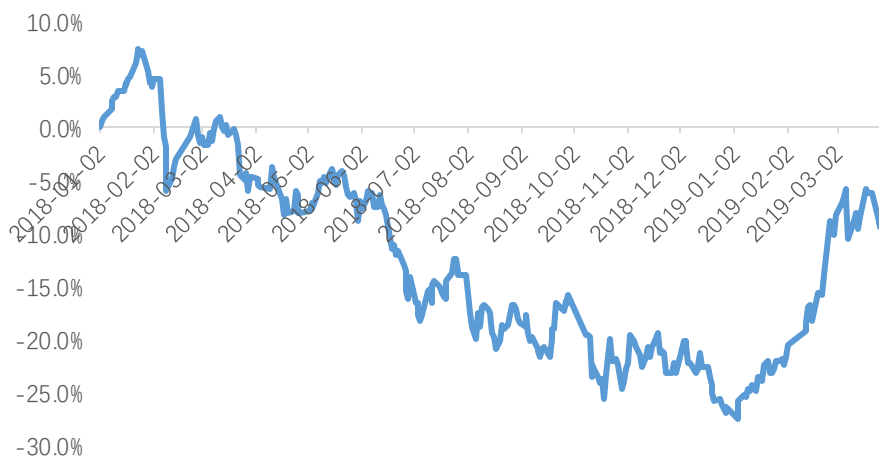
资料来源：公司季报，天风证券研究所

4. 投资收益率表现较好，主要源自权益市场上涨

上市公司总投资收益率或综合投资收益率表现好于去年同期，主要是由于权益市场上涨，1 季度沪深 300 累计上涨 30.4%，而 2018 年 1 季度下跌 4.6%。从债市来看，10 年期国债收益率从年初的 3.17% 下降 10.5bps 至 3.07%。

中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险年化总投资收益率分别为 5.1%、6.7%、4.6%、4.2%，平安未对分红收入、投资差价收入、公允价值变动损益等做年化处理，如对利润表中的公允价值损益做简单的年化处理，平安总投资收益率约为 8.7%。考虑可供出售金融资产的浮盈，国寿、太保、新华年化综合投资收益率约为 10.7%、7.3%、7.4%。

图 13：沪深 300 涨跌幅



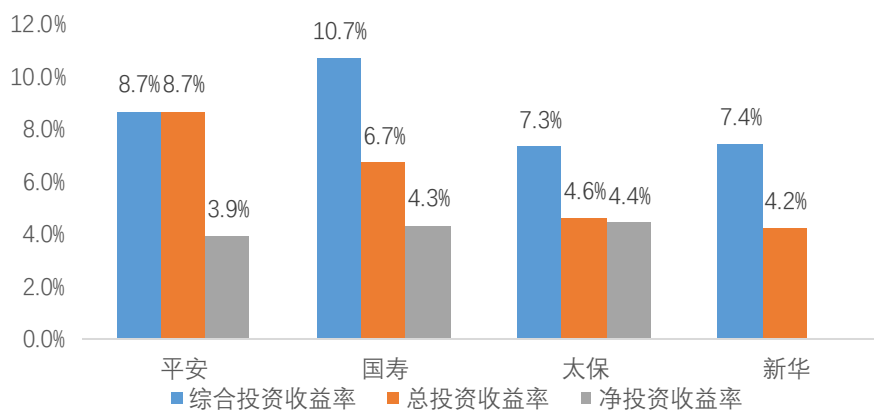
资料来源：wind，天风证券研究所

图 14: 10 年期国债收益率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 15: 上市公司投资收益率



资料来源: 公司季报, 天风证券研究所

从大类资产配置来看, 在权益市场上涨、债券收益率下降的环境下, 预计各公司提升权益配置占比, 固收类资产占比相应降低。例如, 太保股票和权益型基金占比 6.7%, 较上年末提升 1.1pct, 而债券配置较上年末下降 2.3pct。

表 3: 太保资产配置

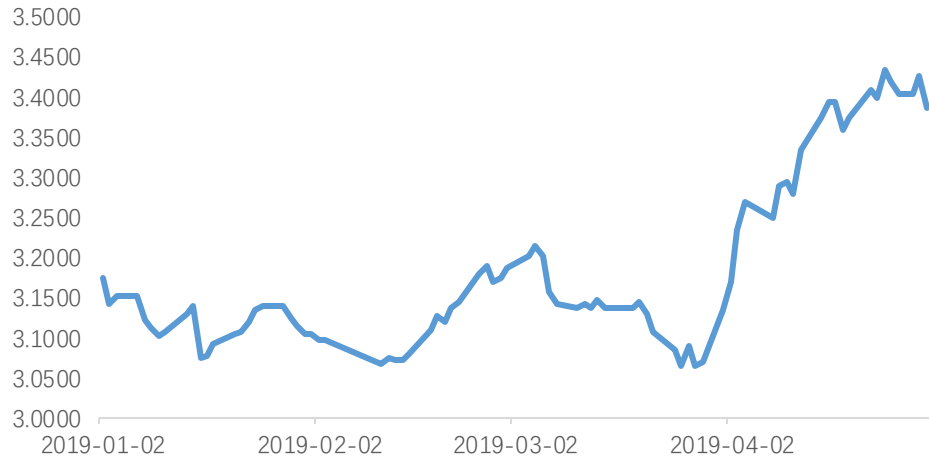
	2019 年 3 月 31 日	2018 年 12 月 31 日	变化
债券	44.0%	46.3%	-2.3%
定期存款	11.5%	10.4%	1.1%
股票和基金	7.8%	6.8%	1.0%
股票和权益型基金	6.7%	5.7%	1.1%
现金及其他	3.6%	3.7%	-0.1%
其他	33.1%	32.8%	0.3%

资料来源: 公司季报, 天风证券研究所

5. 投资建议：投资端各因素持续向好，保费短期趋势有所分化

资产端各因素均呈向好趋势。从4月开始，长端利率进入上升通道。4月当月，10年国债到期收益率从3月末的3.07%提升31.9bps至3.39%，后期或有回调的可能，但我们预计货币政策边际上暂时不会更加宽松，或将成为长端利率的支撑。另外，权益市场大概率好于今年同期。

图 16：10 年国债到期收益率（%）

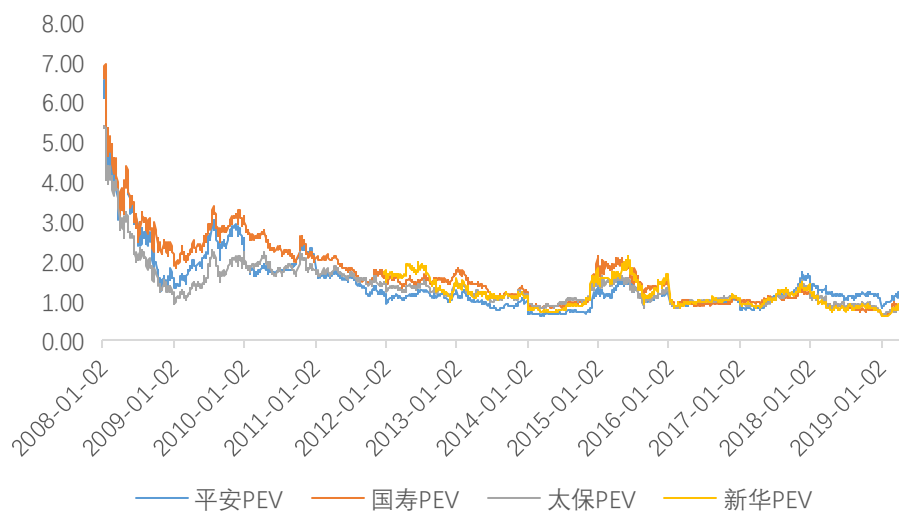


资料来源：wind，天风证券研究所

负债端方面，行业长期发展趋势向好，上市公司短期负债端趋势存在分化。人身险保障缺口巨大，人身险深度仍在持续提升的过程中。在行业层面，健康险处于高速增长阶段，1季度人身险保费收入同比增长18%，其中健康险保费同比增长39%，保费占比16%，同比提升2pct。从短期来看，国寿负债端趋势向好，主要由于NBV低基数（业务结构优化空间大）+管理改善提升内部公司工作压力和积极性+预计代理人规模和活动率稳步提升。另外，太保寿险管理层变化的影响或小于市场预期，我们判断太保寿险管理层将顺利过渡，公司经营更趋精细化，更符合新时期寿险高质量发展要求。而新华、平安由于去年基数较高，2季度NBV增长承压，但预计随着代理人规模提升及产能提升，全年增长仍呈向好趋势。

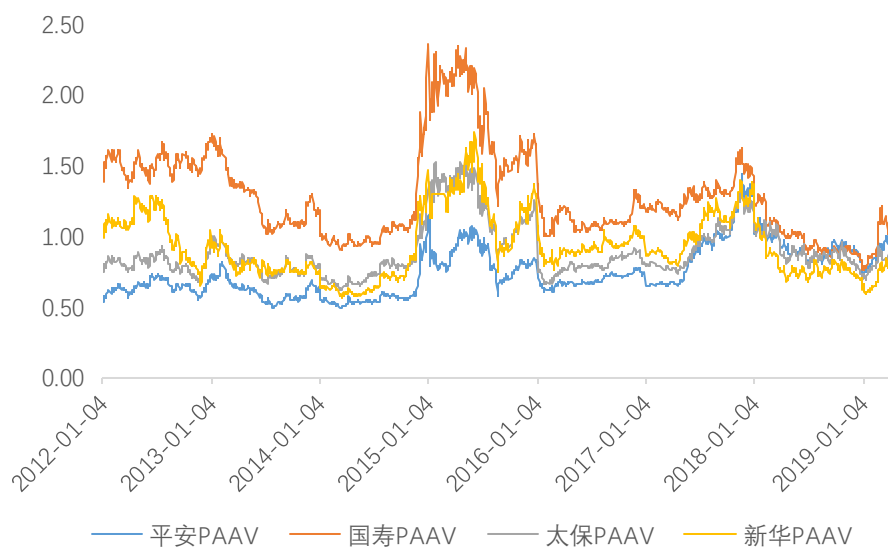
目前平安、国寿、太保、新华股价对应2019PEV分别为1.30、0.92、0.83、0.88倍，PAAV分别为1.13、1.17、0.92、0.88倍。资产端向好带来保险股的向上时机，估值仍处于历史低位，给予“强于大市”评级，个股推荐顺序：中国太保、中国人寿、中国平安、中国新华。

图 17: 保险公司 PEV



资料来源: wind, 上市公司年报, 天风证券研究所

图 18: 保险公司 PAAV



资料来源: wind, 上市公司年报, 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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com