

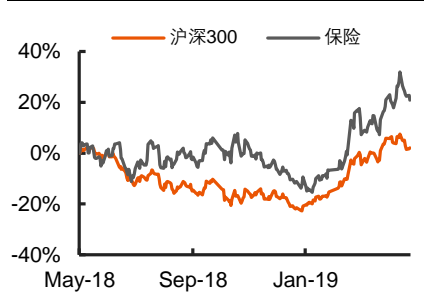
保险行业 2019 年一季报业绩综述

负债端向好投资弹性凸显 后期继续关注负债数据趋势

强于大市 (维持)

投资要点

行情走势图



相关研究报告

《行业快评*保险*资负两端持续向好 保险估值有望继续提升》
2019-04-16

《行业快评*保险*寿险行业保费增速明显回暖 上市险企负债改善逻辑验证》
2019-03-17

《行业动态跟踪报告*保险*低估值已反映悲观预期 边际改善凸显投资价值》
2019-02-10

《行业快评*保险*12月新单超预期 18年寿险全年保费收入有望转正》
2019-01-17

《行业动态跟踪报告*保险*2019年度 保险行业十大猜想》
2018-12-23

证券分析师

刘志平 投资咨询资格编号
S1060517100002
LIUZHIPING130@PINGAN.COM.CN

研究助理

赵耀 一般从业资格编号
S1060117090052
010-56800143
ZHAOYAO176@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **上市险企一季报整体表现靓丽：**一季报亮点主要体现在：1) 上市险企整体新单及价值表现亮眼；2) 受益于权益市场积极向好，投资弹性凸显，利润表现出色；3) 由于利润的大幅增长及权益资产浮盈，净资产增速超预期，内含价值有望高增长，预计 19 年全年上市险企内含价值增速在 18% 以上；4) 产险方面非车业务保持高增长，监管红利体现，手续费下降明显，所得税增提影响逐步消除。与此同时各家开门红策略也逐步分化：国寿特定保障业务保持较快增速，一季度价值率预计提升明显；太保相对稳健，受开门红启动时点及代理人清虚影响，新单增速表现略低于同业；新华负债端表现亮眼，“以附促主”效果良好。
- **后期部分数据仍需持续观察：**主要包括：1) 由于代理人长期高增长不具备可持续性，而产能提升是一个长期的过程，Q1 除国寿外其余上市险企代理人数量因清虚有所脱落，各家代理人策略方面也有所差异，后期能否稳量提质成为关键；2) 代理人基础之上关注新单及价值改善的延续性，考虑当前代理人情况及新单基数，我们认为国寿及太保二季度新单改善压力相对较小；3) 随着产品竞争加剧以及赔付支出的增长，价值率能否维持相对高位同样值得长期关注。
- **行业向好的经营环境并未改变：**19 年以来行业保费增速显著回暖，同时对保障的需求旺盛，奠定了在未来较长周期保险行业仍然能够维持相对景气的经营环境。此外二季度展望我们认为整体经济数据仍然偏好，宽松预期明显减弱，而对通胀预期进一步抬升，预期长端利率在二季度后期仍然会有持续上行的动力，进一步支撑保险股估值的修复。
- **投资建议：**我们认为当前保险股仍然具备相对配置价值。虽然短期看二季度新单改善趋势以及代理人情况仍然有待观察，但是：1) 投资端看，18 年 Q2 权益市场表现不佳，上证、深证指数分别下降 10.4%、13.7%，今年同期仍然具备一定空间；同时利率趋势向好，有助于险企估值提升和固收类资产配置；2) 负债端看，上市险企一季报整体表现出色，公司间虽有所分化但整体保障空间仍然较大，行业健康险保持高增长，且上市险企有进一步增员的动力，有助于新单的持续改善。当前国寿、太保及新华对应 18 年 P/EV 分别为 0.98 倍、0.93 倍、0.94 倍，2019E 的 P/EV 预计在 0.77-0.83 倍之间，处于较低水平。我们维持行业“强于大市”评级，建议关注经营稳健且二季度新单压力更小的中国太保。

■ 风险提示：**1) 市场下跌出现系统性风险**

保险股具备较高的贝塔属性，长期看股价与大盘走势呈现较大的相关性。如果股市系统性下跌，可能会对股价造成负面影响。

2) 代理人增员及新单改善情况不及预期风险

如果上市险企代理人出现较为明显的脱落，或者新单未能延续持续改善的趋势，可能会对股价造成负面影响。

3) 行业竞争加剧风险

如行业对保障类产品的竞争加剧，可能会影响上市险企的价值率进而影响新业务价值增长，可能会对股价造成负面影响。

一、上市险企一季报整体表现靓丽

1.1 亮点之一：新单增速平稳，结构转型之下价值突出

新单整体符合预期，结构改善助力价值提升

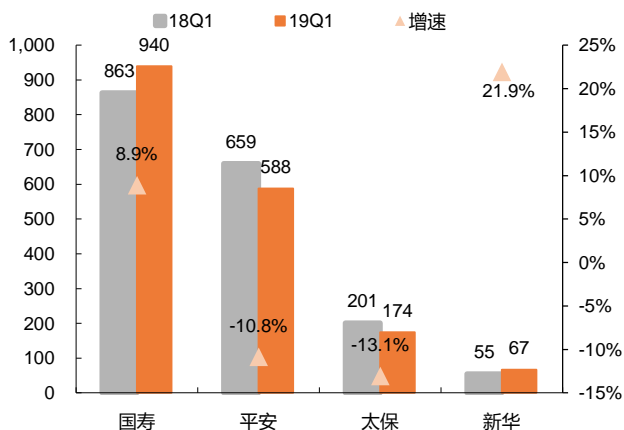
负债端市场更为关注开门红新单数据，整体看上市险企新单表现在预期以内，国寿、平安、太保（个险）、新华（个险）一季度寿险新单分别同比增速 8.9%、-10.8%、-13.1%、21.9%，新业务价值方面国寿同比大幅增长 28.3%，平安增长 6.1%，两者新业务价值率提升明显。

价值表现仍然亮眼，开门红策略逐步分化

中国人寿在重振国寿业务转型的首年注重价值优先，在新单改善的同时，特定保障型业务发展较快，而由于公司在 18 年同期尤其在 3 月销售了一定规模的三年期分红的类高现价产品盛世臻品年金，19 年开门红期间业务策略转型使得 19 年价值率预计有较为明显的提升；平安同样主动调整产品结构，注重长期保障及长期储蓄类产品发展，虽然新单有所负增长但是新业务价值率提升 5.9 个百分点至 36.8%；太保仍然保持较为稳健的经营风格，由于开门红启动相对较晚以及代理人清虚的一定负面影响，新单增速表现略低于同业；新华新单表现更为亮眼，长险首年期交保费增速 18.2%，短险增速 48.7%，“以附促主”效果良好，但受到行业竞争、产品结构（新华同样兼顾年金产品，尤其在银保渠道）以及较高的价值率基数影响，价值率表现可能略有下降，但负债端表现仍然亮眼。

在开门红策略方面，各家上市险企也表现出一定的差异性，平安、太保更倾向于逐步平滑开门红的业绩波动，使得全年保费分布更加均衡，而国寿肯定开门红的合理性。

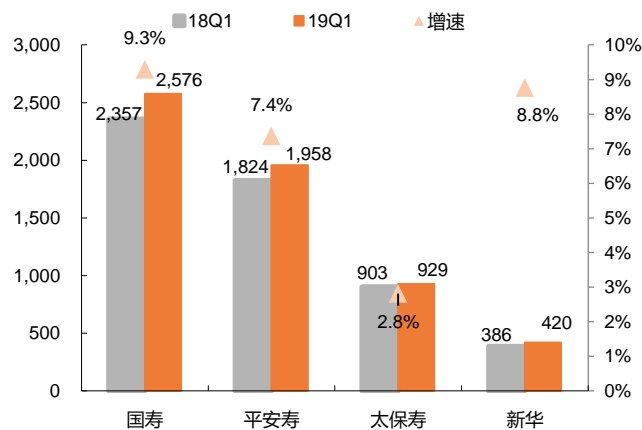
图表1 2019Q1 上市险企寿险新单及同比（亿元）



资料来源：公司一季报、平安证券研究所

注：太保、新华为个险渠道数据；

图表2 2019 年上市险企总保费收入及同比（亿元）



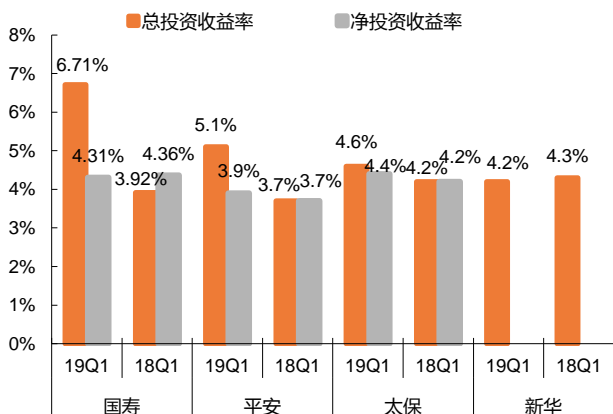
资料来源：公司一季报、平安证券研究所

1.2 亮点之二：投资弹性凸显，利润表现出色

今年一季度上证综指、深证成指分布上涨 23.9%、36.8%，而 18 年同期分别下跌 4.2%、1.6%。受益于权益市场的显著向好，上市险企投资收益受益明显，权益类资产出现较大规模浮盈。以总投资收益率看，平安在 IFRS9 之下总投资收益率为 5.1%，但仅对固定收益类资产收益率进行年化，而权益类包括利息收入、资产买卖价差等未进行年化，因此实际收益率存在一定程度低估；国寿总投资收益率大幅提升至 6.71%；太保、新华年化总投资收益率分别为 4.6%、4.2%，小幅低于预期主

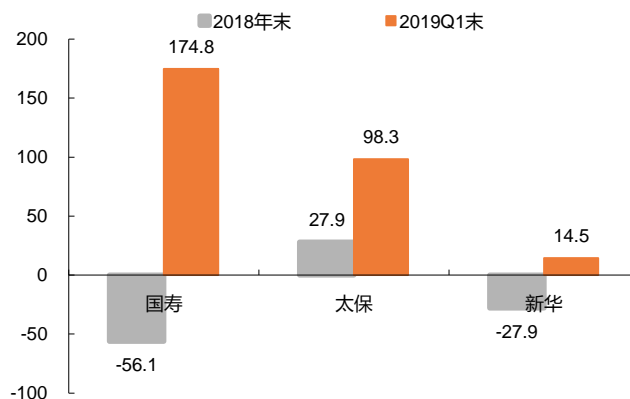
要因为可供出售类权益资产的交易影响，但从其他综合损益项目看，19Q1 末均较 18 年底有较大幅度的提升，主要是可供出售类金融资产的浮盈影响，预计上市险企 Q1 的年化综合投资收益率整体达到 7% 以上。

图表3 2019Q1 上市险企投资收益率情况



资料来源：公司一季报、平安证券研究所

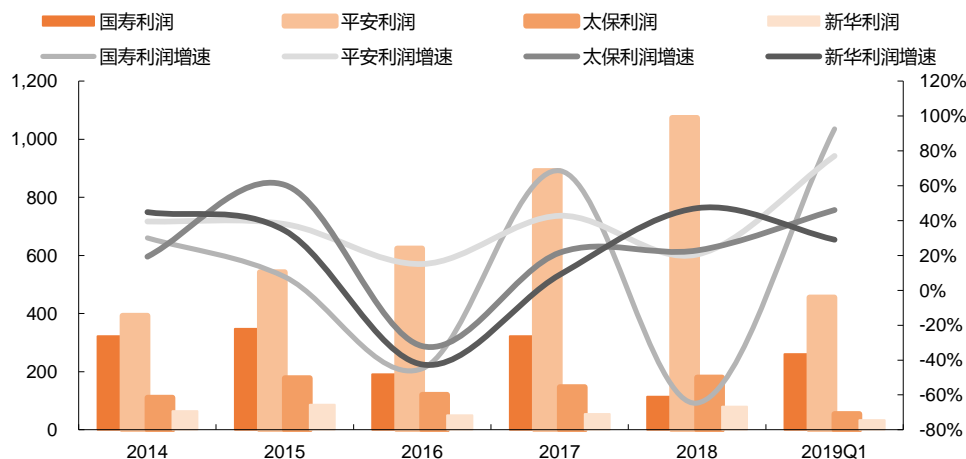
图表4 2019Q1 上市险企其他综合损益大幅提升 (亿元)



资料来源：公司一季报、平安证券研究所

投资显著向好的市场之下，上市险企净利润增速明显提升，国寿、平安、太保、新华 Q1 单季度净利润增速分别为 92.6%、77.1%、46.1%、29.1%。

图表5 2019Q1 上市险企净利润及增速情况 (亿元)

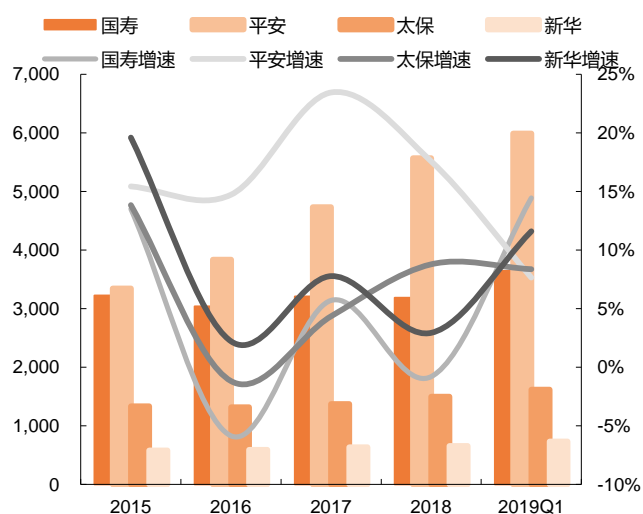


资料来源：公司一季报及年报、平安证券研究所

1.3 亮点之三：净资产增速超预期，EV 有望高增长

由于上市险企 Q1 整体利润较好增长，以及权益资产产生较大浮盈，上市险企整体净资产实现较快增长，Q1 单季度国寿、平安、太保、新华净资产增速分别为 14.4%、7.6%、8.4%、11.6%，而净资产的快速增长也有望使得全年 EV 增速明显提升，我们预计上市险企整体 19 年 EV 增速可以达到 18% 以上。

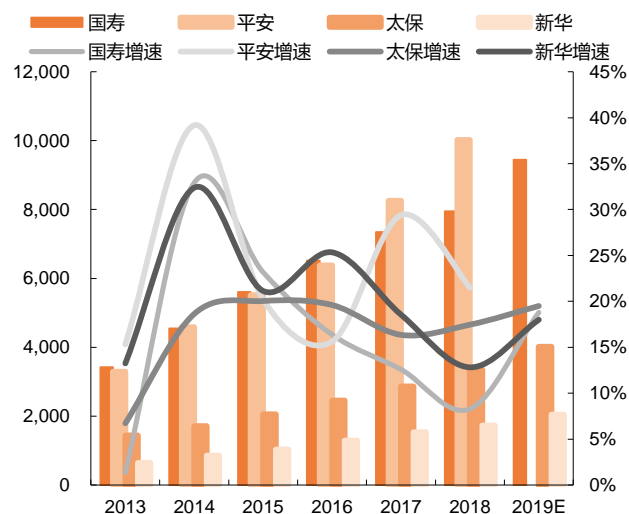
图表6 2019Q1 上市险企净资产保持较快增长 (亿元)



资料来源: 公司一季报及年报、平安证券研究所

注: 增速均为与上年末比较;

图表7 2019 上市险企 EV 增速将明显提升 (亿元)



资料来源: 公司年报、平安证券研究所

1.4 亮点之四：产险监管红利体现，手续费率下降

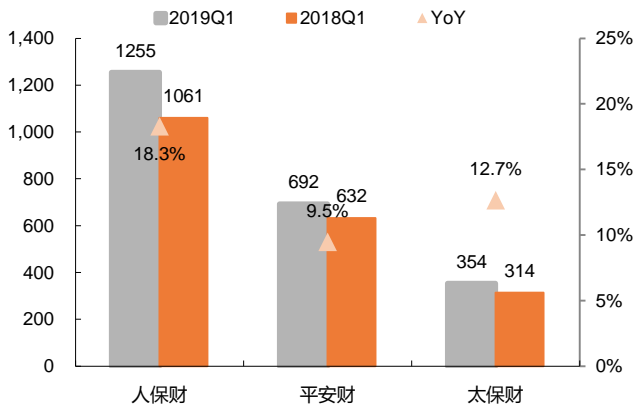
非车业务维持较快增长，人保非车业务优势显著

产险业务方面，人保财、平安财以及太保财 19Q1 保费收入分别为 1255 亿元、692 亿元、354 亿元，同比增速分别为 18.3%、9.5%、12.7%，并且均表现为非车业务增速较快、车险业务低增长，车险业务保费收入增速分别为 3.6%、8.4%、6.3%，非车业务增速分别为 38.7%、12.1%、28.2%。其中人保非车业务增速明显优于同业，主要因为人保在农险、大病险方面的优势以及签单时点的季节性因素，后期看在汽车保有量增速持续下滑以及三期费改不断推进的背景下，产险仍然会保持非车业务较快增长的格局。

监管之下手续费率明显下降，所得税增提影响逐步消除

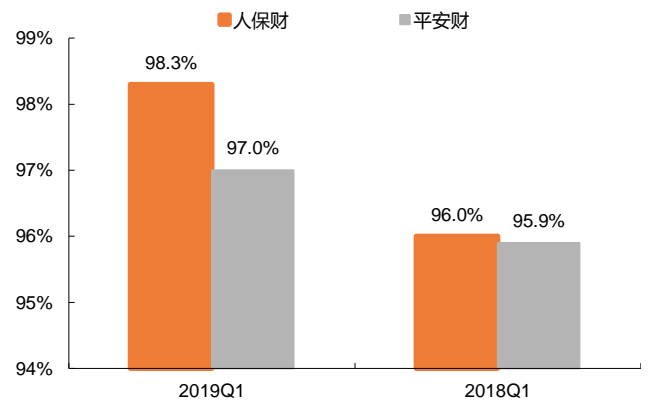
随着 18 年底银保监会三定以及银保监局的挂牌，对车险的监管逐步落实。在报行合一以及严格监管之下，19 年上市险企手续费率出现较为明显的下降，而费用率出现一定上升，赔付率整体趋稳，而人保、平安的综合成本率小幅上升更多因为手续费递延的会计处理。整体看随着费率的下降，前期所得税大幅增提的负面影响已经基本消除，而综合成本率随着会计递延的到期后期有望逐步下降，产险经营将逐步向好。

图表8 2019Q1 产险公司保费收入及增速情况（亿元）



资料来源：公司一季报、平安证券研究所

图表9 2019Q1 产险公司综合成本率小幅上升



资料来源：公司一季报、平安证券研究所

二、后期部分数据仍需持续观察

2.1 观察点之一：代理人能否稳量提质

对于以大个险格局为主导的上市险企而言，对代理人方面的关注一直以来是市场的聚焦点。

代理人长期增长不具备可持续性，而产能提升是一个长期的过程

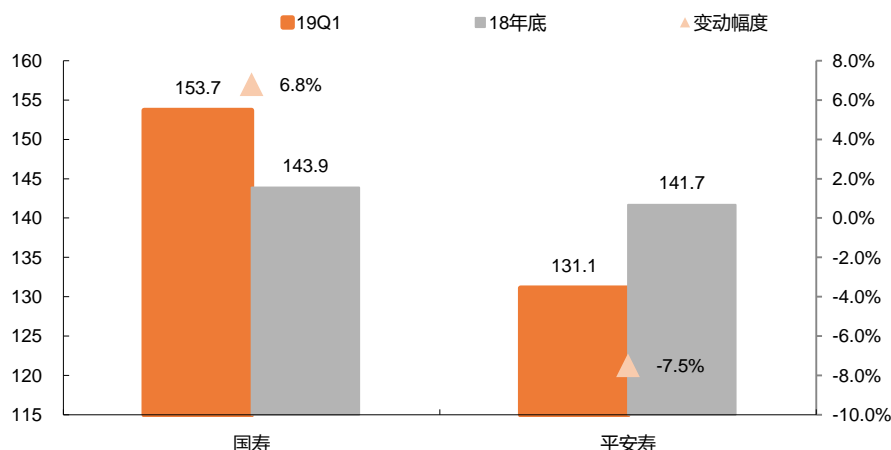
同时从行业现状来看，尽管 18 年行业受到监管及市场环境等的影响，行业新单保费大幅下降，但 18 年底行业保险代理人数量仍达到 871 万人，较 18 年初增速接近 8%，无论横向或是纵向比较我国代理人相对数量都处于较高的水平，未来保持长期较快的增长不具备可持续性。

代理人产能的提升同样是一个缓慢的过程，依据活动率×件均×件数，件数方面，平安作为行业公认代理人团队经营出色的寿险公司，人均件数从 2011 年的 1.1 件发展到 2018 年也仅为 1.22 件，件数提升难度较大；件均方面显著的提升更多是依靠行业性的机会，如通过万能险的发展或者部分爆款产品的销售，而在当前市场产品逐步趋于一致、竞争不断加剧的情况下，同样产品持续维持高件均并不现实；对于活动率的提升同样并不容易，代理人团队都面临着人员快速迭代的客观情况，上市险企整体 13 留维持在 40%左右的水平，同时活动率大约在 60%左右。综合看代理人团队的提质需要长周期的运作。

19Q1 部分上市险企代理人数量有所脱落，主要为清虚人力

19Q1 上市险企中除了国寿个险渠道代理人数量较 18 年底实现正增长以外，其余上市险企代理人数量均有所下降，其中预计太保下降更为明显。国寿坚持扩量提质的方针政策，一季度继续进行了较大规模的增员，同时代理人的留存有一定的提升；新华仍然坚持先大后强的发展模式，一季度代理人数量下降主要是对开门红期间的部分人力进行清虚，但全年仍然设定了较高目标的代理人增速，后期代理人数量方面仍需要持续跟踪。

图表10 2019Q1 上市险企个险渠道人力情况（万人）



资料来源：公司一季报及年报、平安证券研究所

2.2 观察点之二：新单及价值能否延续改善

上市险企新单及价值能否延续改善趋势同样是影响后期股价走势的重要因素。18年各家上市险企针对较为严峻的形势采取了不同的应对策略，因此新单分布情况有较大分化，其中新华在四个季度的个险新单分布更为均衡，而国寿在18Q1新单占全年的50%以上。因此展望后期并考虑到代理人当前的情况，我们认为上市险企后续新单改善压力由小至大分别为国寿、太保及新华，同时还需充分考虑各家增员节奏情况。

图表11 上市险企18年新单分布情况（亿元）

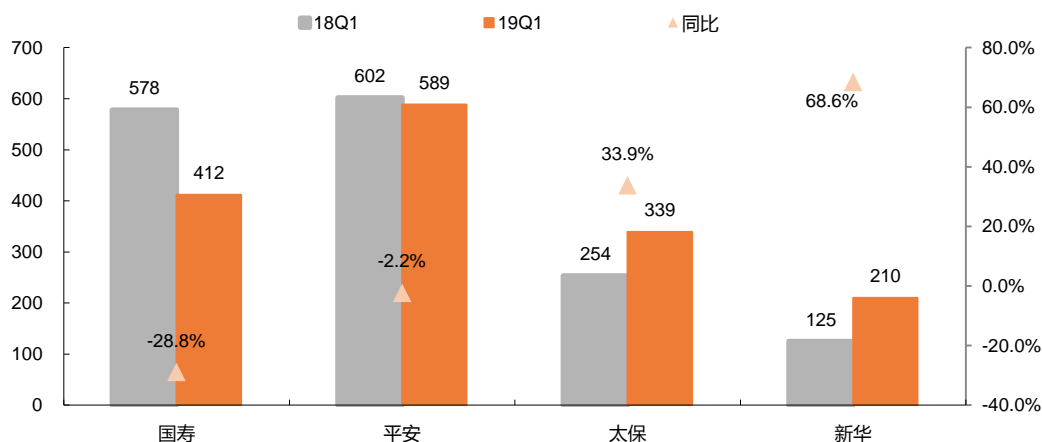
	2018Q1		2018H		2018Q3		2018Q4		2019Q1	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	同比
国寿	862.9	50.4%	390.3	22.8%	269.3	15.7%	189.0	11.0%	939.5	8.9%
平安	659.4	39.9%	346.1	20.9%	310.0	18.7%	339.1	20.5%	587.8	-10.8%
太保 (个险)	200.7	43.0%	91.8	19.7%	103.4	22.1%	71.1	15.2%	174.4	-13.1%
新华 (个险)	54.6	28.2%	45.0	23.3%	58.2	30.0%	35.8	18.5%	66.6	21.9%

资料来源：公司年报等，平安证券研究所

2.3 观察点之三：长端赔付情况及竞争形势

随着行业逐步转向保障产品的销售，竞争加剧是客观存在的，并且前期也有部分险企进行了价格战，但是我们认为以价换量并不会大面积展开，但竞争加剧之下价值率很难持续提升，市场应该逐步习惯价值率维持相对较高的水平，同时新单获得较为稳健增长的格局。赔付情况同样也是潜在的长端风险因素之一，一方面18年底开始部分上市公司也逐步在内含价值假设中增加了重疾因子假设，另一方面随着产品逐渐转型，对长期及短期医疗险、重疾险发病及赔付高峰可能尚未到来，而随着医疗水平的提升、对健康关注的增长以及体检频率的增加和可能存在的逆选择现象，对长端的赔付情况同样需保持关注。

图表12 2019Q1 上市险企整体赔付支出情况（亿元）



资料来源: 公司一季报、平安证券研究所

三、行业向好的经营环境并未改变

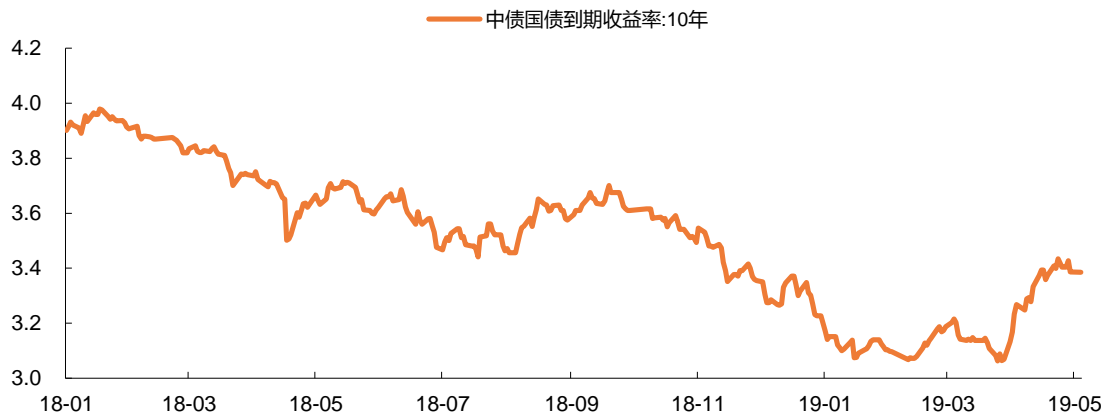
3.1 行业保费增速明显回暖，保障需求旺盛

19 年以来行业保费增速显著回暖，前 3 月行业人身险公司实现原保费收入 1.34 万亿元，同比增长 18.0%；而前 3 月健康险累计总保费收入 2172 亿元，同比增速达 39.1%，且无论从人均保单数、人均保额等来看行业仍然在较长周期对保障产品有旺盛的需求，这也奠定了在未来较长周期保险行业仍然能够维持相对景气的经营环境。

3.2 长端利率支撑保险估值继续修复

三月底以来 10 年期国债到期收益率由 3.06%快速上行至 3.38%，二季度展望我们认为整体经济数据仍然偏好，宽松预期明显减弱，而对通胀预期进一步抬升，预期长端利率在二季度后期仍然会有持续上行的动力，进一步支撑保险股估值的修复，同时为保险公司带来债券的短期配置机会。

图表13 3 月末以来长端利率快速上行 (%)



资料来源: Wind、平安证券研究所

四、投资建议

我们认为当前保险股仍然具备相对配置价值。虽然短期看二季度新单改善趋势以及代理人情况仍然有待观察，但是：1) 投资端看，18年Q2权益市场表现不佳，上证、深证指数分别下降10.4%、13.7%，今年同期仍然具备一定空间；同时利率趋势向好，有助于险企估值提升和固收类资产配置；2) 负债端看，上市险企一季报整体表现出色，公司间虽有所分化但整体保障空间仍然较大，行业健康险保持高增长，且上市险企有进一步增员的动力，有助于新单的持续改善。当前国寿、太保及新华对应18年P/EV分别为0.98倍、0.93倍、0.94倍，2019E的P/EV预计在0.77-0.83倍之间，处于较低水平。我们维持行业“强于大市”评级，建议关注经营稳健且二季度新单压力更小的中国太保。

五、风险提示

1) 市场下跌出现系统性风险

保险股具备较高的贝塔属性，长期看股价与大盘走势呈现较大的相关性。如果股市系统性下跌，可能会对股价造成负面影响。

2) 代理人增员及新单改善情况不及预期风险

如果上市险企代理人出现较为明显的脱落，或者新单未能延续持续改善的趋势，可能会对股价造成负面影响。

3) 行业竞争加剧风险

如行业对保障类产品的竞争加剧，可能会影响上市险企的价值率进而影响新业务价值增长，可能会对股价造成负面影响。

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

- 强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)
- 中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)
- 弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编: 518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编: 200120
传真: (021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编: 100033