

## 非银行金融

行业研究/投资策略报告

# 负债端结构改善，投资端推动业绩

—保险行业 2019 一季报综述

投资策略报告/非银行金融

2019 年 05 月 07 日

### 报告摘要：

#### ● 整体业绩：保费稳健增长，净利润同比大增

一季度四家上市保险公司合计实现营业收入 8731 亿元，同比+17%，其中平安+22%、新华保险+7%、中国太保+7%、中国人寿+18%；合计实现归母净利润 804 亿元，同比+76%，其中平安+77%、新华保险+29%、中国太保+46%、中国人寿+93%。利润改善主要归因于投资端改善推动，同时平安涉及 I9 准则增大弹性。

#### ● 负债端：结构持续改善，关注价值增长、增员

四家上市险企的寿险保费端仍主要以续期保费拉动为主，但是新单保费的增速出现了明显改善，同时保费结构的改善也促进了新业务价值增速的改善，均是积极转型的成果，值得投资者肯定。代理人方面，保险公司开门红产品的销售策略有所分化，对应地代理人增员幅度不一，国寿同比+6.8%、平安同比-7.5%，建议关注险企二季度增员幅度。

#### ● 投资端：投资收益改善，浮盈推升综合收益

一季度股指底部反弹，权益资产的强势表现带动了总投资收益率的提升。上市险企积极把握行情，从中国太保细项数据中可以看出投资资产中股票和权益型基金合计占比为 6.7%，较上年末上升 1.1 个百分点。同时，AFS 资产浮盈也大幅推升了保险公司其他综合收益水平（平安实施 I9 未涉及）。

#### ● 投资建议

2019 年一季度以来保险股基本面向好，主要体现在：保费端，1) 在 2018 年低基数的背景下，寿险开门红产品新单销售增速有边际好转；2) 保险公司寿险转型保障，重视发力健康险类产品，健康险类产品价值率高，险企 NBV 增速明显改善；3) 产险方面，车险销售过度依靠手续费换取客户的模式有所改善，平安、太保龙头优势明显，ROE 水平改善。投资端：权益市场一季度反弹明显，推动险企盈利回升，投资收益水平同比提升。推荐中国平安、新华保险、中国人寿。

#### ● 风险提示

新单销售不及预期；二级市场波动超预期。

### 盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价		EPS			PEV			评级
		5月6日	17A	18E	19E	17A	18E	19E		
601318	中国平安	81.20	6.02	6.74	7.91	1.48	1.15	1.04	推荐	
601336	新华保险	52.38	2.54	3.50	4.26	0.94	0.82	0.72	推荐	
601628	中国人寿	27.58	0.39	1.03	1.50	0.98	0.87	0.76	推荐	

资料来源：公司公告、民生证券研究院

### 推荐

维持评级

#### 行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

#### 分析师：杨柳

执业证号：S0100517050002

电话：010-85127730

邮箱：yangliu\_yjs@mszq.com

#### 研究助理：陈煜

执业证号：S0100117100051

电话：010-85127528

邮箱：chenyu\_yjy@mszq.com

#### 研究助理：牛竞崑

执业证号：S0100117100050

电话：186-1053-5758

邮箱：niujiangkun@mszq.com

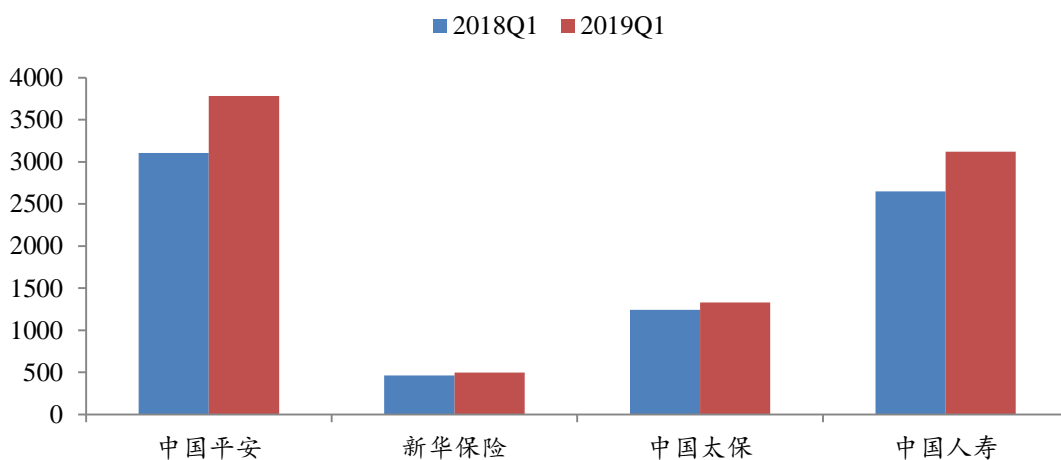
## 目录

一、整体业绩：保费稳健增长，净利润同比大增.....	3
二、负债端：结构持续改善，关注价值增长、增员.....	5
三、投资端：投资收益改善，浮盈推升综合收益.....	8
四、投资建议： .....	9
五、风险提示： .....	9
图片目录 .....	10
表格目录 .....	错误!未定义书签。

## 一、整体业绩：保费稳健增长，净利润同比大增

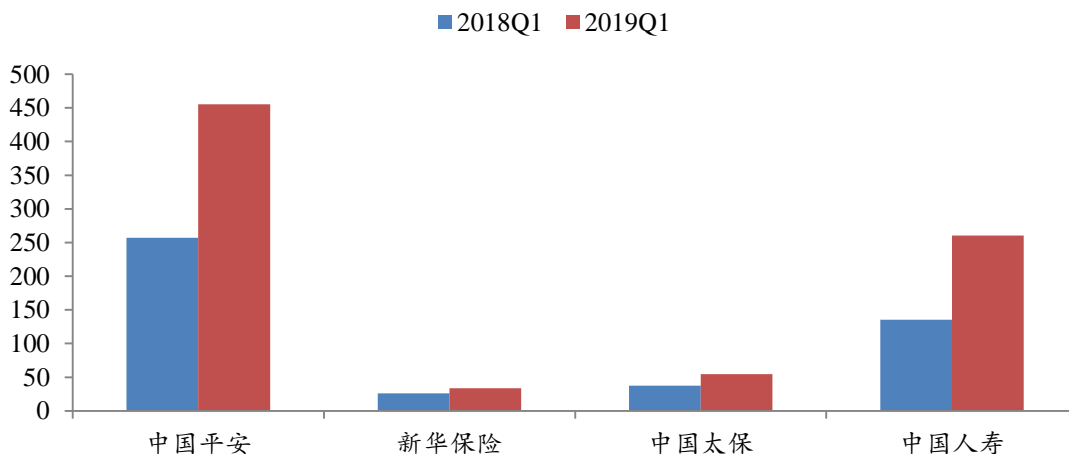
一季度四家上市保险公司合计实现营业收入 8731 亿元，同比+17%，其中平安+22%、新华保险+7%、中国太保+7%、中国人寿+18%；合计实现归母净利润 804 亿元，同比+76%，其中平安+77%、新华保险+29%、中国太保+46%、中国人寿+93%。一季度保险公司产品销售方面稳健增长，四家上市险企合计原保费 7178 亿元，同比+9.4%，其中平安 8.4%、新华保险 9.5%、中国太保 6.1%、中国人寿 11.9%；沪深 300 指数一季度上涨 28.6%、上证综指上涨 24%，投资端受益于指数收益的好转改善投资表现，推升业绩。

图 1：上市险企营业收入稳健增长（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：上市险企归母净利润大幅增长（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 1: 累计保费收入 (月度经营数据)

累计原保费收入 (亿元)	2019 年 1-3 月	同比增速	上月同比增速
中国平安	2742.7	<b>8.4%</b>	7.4%
新华保险	431.7	<b>9.5%</b>	7.9%
中国太保	1280.0	<b>6.1%</b>	5.2%
中国人寿	2724.0	<b>11.9%</b>	22.4%
合计	7178.4	<b>9.4%</b>	12.1%

资料来源: wind, 民生证券研究院

表 2: 单月保费收入

单月原保费收入 (亿元)	2019 年 3 月	同比增速	上月同比增速	环比增速	上月环比增速
中国平安	672.1	<b>11.8%</b>	5.3%	33.1%	-67.7%
新华保险	157.4	<b>12.3%</b>	10.6%	109.8%	-62.4%
中国太保	385.0	<b>8.4%</b>	2.2%	71.4%	-66.5%
中国人寿	832.0	<b>-6.3%</b>	12.9%	165.0%	-80.1%
合计	2046.5	<b>3.1%</b>	7.0%	82.9%	-72.1%

资料来源: wind, 民生证券研究院

表 3: 寿险板块保费

原保费收入 (亿元)	2019 年 1-3 月	2018 年 1-3 月	同比增速	3 月	单月同比	单月环比
平安寿险	2050.5	1897.5	<b>8.1%</b>	443.5	13.6%	20.8%
新华保险	431.7	394.3	<b>9.5%</b>	157.4	12.3%	109.8%
太保寿险	928.5	893.2	<b>3.9%</b>	260.6	6.9%	72.0%
中国人寿	2724.0	2434.0	<b>11.9%</b>	832.0	-6.3%	165.0%
合计	6134.7	5619.0	<b>9.2%</b>	1693.4	13.6%	86.6%

资料来源: wind, 民生证券研究院

表 4: 产险板块保费

原保费收入 (亿元)	2019 年 1-3 月	2018 年 1-3 月	同比增速	3 月	单月同比	单月环比
平安财险	692.2	632.2	<b>9.5%</b>	228.6	8.6%	65.5%
太保财险	351.5	312.9	<b>12.3%</b>	124.5	11.6%	70.1%
合计	1043.7	945.1	<b>10.4%</b>	353.1	9.6%	67.1%

资料来源: wind, 民生证券研究院

表 5: 中国平安细项数据

	2019 年 1-3 月	同比增速	上月同比增速	3 月	单月同比
<b>寿险业务 (亿元)</b>	2050.5	<b>8.1%</b>	6.6%	443.5	<b>13.6%</b>
个人业务	1982.3	<b>7.6%</b>	6.4%	405.9	<b>12.4%</b>
<b>新业务</b>	<b>530.7</b>	<b>-13.1%</b>	<b>-16.6%</b>	<b>122.8</b>	<b>1.2%</b>
续期业务	1451.6	<b>17.9%</b>	17.8%	283.1	<b>18.0%</b>
团体业务	68.2	23.4%	17.9%	37.6	28.3%
新业务	68.1	23.3%	17.8%	37.6	28.2%
续期业务	0.10	57.0%	50.1%	0.04	72.1%
<b>财险业务 (亿元)</b>	692.2	<b>9.5%</b>	9.9%	228.6	<b>8.6%</b>
车险	478.3	8.4%	6.9%	160.6	11.5%
非机动车辆保险	179.8	7.4%	13.5%	55.3	-4.1%
意外与健康保险	34.1	45.3%	45.8%	12.7	44.6%

资料来源: wind, 民生证券研究院

## 二、负债端：结构持续改善，关注价值增长、增员

一季报落地，我们观察四家上市险企的寿险保费端仍主要以续期保费拉动为主，但是新单保费的增速出现了明显改善，同时保费结构的改善也促进了新业务价值增速的改善，均是积极转型的成果，值得投资者肯定。代理人方面，保险公司开门红产品的销售策略有所分化，对应地代理人增员幅度不一，国寿同比+6.8%、平安同比-7.5%，建议关注险企二季度增员幅度。

### ● 中国人寿：重振国寿，个险渠道实现增员

首年期交保费 667.80 亿元，同比增长 9.1%。首年期交保费在长险新单保费中的占比达 98.97%，较 2018 年同期增长 12.23 个百分点。续期保费收入占总保费的 65.50%，较 2018 年同期略有提升。

价值方面。一季度新业务价值同比提升 28.3%，一方面归因于去年一季度的低基数效应，另一方面归因于首年保费数量的提升以及质量的改善，是公司保障型业务的转型成效体现。

代理人方面。公司销售队伍总人力约 189 万，其中个险渠道队伍规模达 153.7 万，同比 +6.8%；个险渠道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%，银保渠道保险规划师月均长险业绩人力同比增长 58.7%。

表 6: 中国人寿新单增速有所改善

亿元	2018Q1	2019Q1	YOY
首年期交保费	612.18	667.8	9.1%
短期险	157.12	264.79	69%
长险新单保费	705.76	674.75	-4.4%
续期保费	1571.3	1784.01	14%

资料来源：Wind，民生证券研究院

### ● 中国平安：主动压缩短期型产品销售，新业务价值率显著提升

公司一季度主动减少短交储蓄型产品的销售，注重长期保障型和长交保障储蓄核心产品的销售。受主动转型的影响，一季度寿险及健康险首年保费同比下滑 10.8%。但是受益于保费结构的改善，新业务价值率大幅提升至 36.8%，新业务价值同比增长 6.1%。代理人增员方面，公司相对弱化开门红产品的销售投入，寿险代理人数量小幅下滑。

产险方面，车险增速受到乘用车销量影响，增速处于低位。但是受资本市场回暖带动投资收益同比上升，以及手续费率下降使得所得税同比下降的影响，平安产险净利润同比增长 77.3%。

表 7: 中国平安新业务价值率改善

亿元	2018Q1	2019Q1	YOY
<b>寿险</b>			
用于计算及业务价值的首年保费	659.36	587.83	-10.8%
新业务价值	203.98	216.42	6.1%
新业务价值率	30.9%	36.8%	
代理人数量	141.7	131.1	-7.5%
<b>产险</b>			
净利润	32.68	57.95	77.3%
车险原保费收入	441.33	478.28	8.4%
非车险原保费收入	167.37	179.81	7.4%
意外与健康保险	23.47	34.11	45.3%
综合成本率	95.9%	97.0%	

资料来源: Wind, 民生证券研究院

● 新华保险: 坚持压缩趸交保费, 长险新单增速较好

保费端, 开门红以来公司秉承以附促主的销售策略, 取得了较好的销售成果。一季度整体保费收入同比增长 9.5%。其中, 个险渠道同比增长 9.8%, 银保渠道同比增长 5.2%; 团险渠道同比增长 35.9%。

从保费细项数据来看, 新华保险继续秉承着压缩趸交保费的策略, 个险渠道长险首年趸交保费同比下滑 42%。长险保费新单方面, 个险渠道长新单保费同比增长 16%、银保渠道长险首年保费同比增长 25%, 长险新单保费合计同比增长 18%。新单保费增速的回暖, 有望为总体保费的稳健增长提供支撑。

表 8: 新华保险长险新单同比+18%

百万元	2019Q1	2018Q1	变动
<b>总保费收入</b>	43,169	39,434	9.5%
长期险首年保费	7,163	6,070	18.0%
趸交	9	15	-40.0%
期交	7,154	6,055	18.2%
十年期及以上期交保费	3,393	3,081	10.1%
续期保费	33,827	31,899	6.0%
短期险保费	2,179	1,465	48.7%

百万元	2019Q1	2018Q1	变动
<b>个险渠道</b>			
长期险首年保费	5,520	4,754	16.1%
期交	5,513	4,742	16.3%
趸交	7	12	-41.7%
续期保费	27,815	25,932	7.3%
短期险保费	1,140	708	61.0%
个险渠道保费收入合计	34,475	31,394	9.8%

银保渠道			
长期险首年保费	1,642	1,313	25.1%
期交	1,641	1,313	25.0%
趸交	1	0	100.0%
续期保费	6,010	5,965	0.8%
短期险保费	13	5	160.0%
银保渠道保费收入合计	7,665	7,283	5.2%
团体保险			
长期险首年保费	1	3	-66.7%
续期保费	2	2	0.0%
短期险保费	1,026	752	36.4%
团体保险保费收入合计	1,029	757	35.9%

资料来源：Wind，民生证券研究院

● 中国太保：淡化开门红销售，保费增幅处于低位

公司相对淡化了开门红产品的定位，全年保费的均衡化销售。一季度公司实现保费收入 928.52 亿元，同比增长 3%。其中代理人渠道实现保费收入 861.16 亿元，同比增长 5%；代理人渠道新保业务实现保费收入 174.42 亿元，同比增长-13.1%。销售策略的改变会在短期一定程度上影响公司保费收入的增速表现。

表 9: 中国太保相对淡化开门红销售

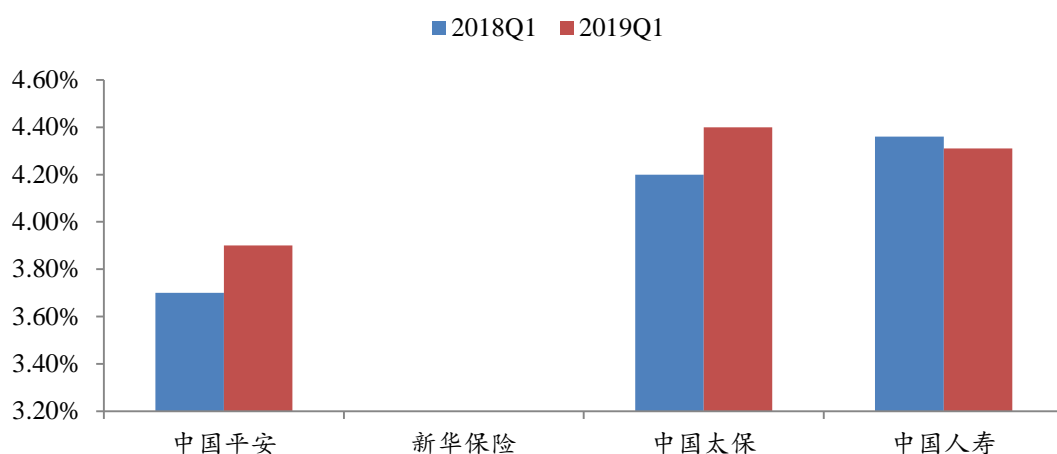
百万元	2019Q1	2018Q1	YOY
寿险			
个人客户业务	89,471	87,472	2.30%
代理人渠道	86,116	81,937	5.10%
新保业务	17,442	20,069	-13.10%
其中：期缴	15,523	18,953	-18.10%
续期业务	68,674	61,868	11.00%
其他渠道	3,355	5,535	-39.40%
团体客户业务	3,381	2,840	19.00%
保险业务收入合计	92,852	90,312	2.80%
产险			
保险业务收入	35,366	31,394	12.70%
机动车辆险	23,652	22,255	6.30%
非机动车辆险	11,714	9,139	28.20%

资料来源：Wind，民生证券研究院

### 三、投资端：投资收益改善，浮盈推升综合收益

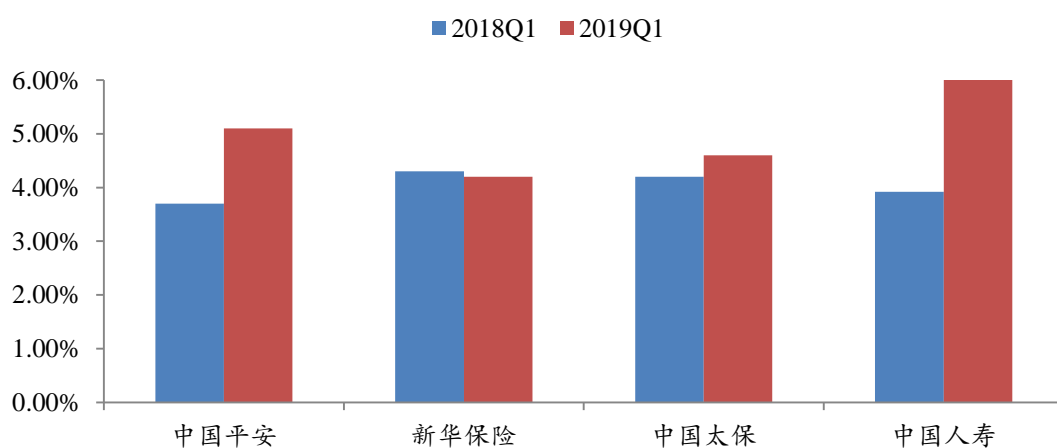
一季度股指底部反弹，权益资产的强势表现带动了总投资收益率的提升。上市险企积极把握行情，从中国太保细项数据中可以看出投资资产中股票和权益型基金合计占比为 6.7%，较上年末上升 1.1 个百分点。同时，AFS 资产浮盈大幅推升保险公司其他综合收益水平（平安实施 I9 未涉及）。

图 3：上市险企净投资收益率



资料来源：Wind，民生证券研究院

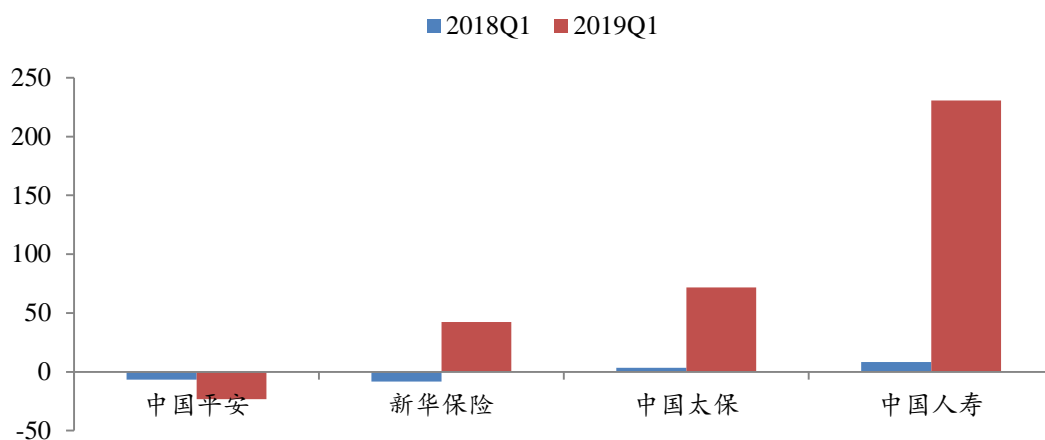
图 4：上市险企总投资收益率



资料来源：Wind，民生证券研究院



图 5：上市险企其他综合收益规模大幅增长（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 四、投资建议：

2019 年一季度以来保险股基本面向好，主要体现在：保费端，1) 在 2018 年低基数的背景下，寿险开门红产品新单销售增速有边际好转；2) 保险公司寿险转型保障，重视发力健康险类产品，健康险类产品价值率高，险企 NBV 增速明显改善；3) 产险方面，车险销售过度依靠手续费换取客户的模式有所改善，平安、太保龙头优势明显，ROE 水平改善。投资端：权益市场一季度反弹明显，推动险企盈利回升，投资收益水平同比提升。推荐中国平安、新华保险、中国人寿。

## 五、风险提示：

新单销售不及预期；二级市场波动超预期。

## 图片目录

图 1: 上市险企营业收入稳健增长 (亿元) .....	3
图 2: 上市险企营归母净利润大幅增长 (亿元) .....	3
图 3: 上市险企净投资收益率 .....	8
图 4: 上市险企总投资收益率 .....	8
图 5: 上市险企其他综合收益规模大幅增长 (亿元) .....	9

## 表格目录

表 1: 累计保费收入 (月度经营数据) .....	4
表 2: 单月保费收入 .....	4
表 3: 寿险板块保费 .....	4
表 4: 产险板块保费 .....	4
表 5: 中国平安细项数据 .....	4
表 6: 中国人寿新单增速有所改善 .....	5
表 7: 中国平安新业务价值率改善 .....	6
表 8: 新华保险长险新单同比+18% .....	6
表 9: 中国太保相对淡化开门红销售 .....	7

## 分析师及研究助理简介

杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。

陈煜，中国社科院商法学博士，金融学博士后。两年证券行业政策研究经验。2017年加入民生证券。

牛竞崑，四川大学金融学学士，美国亚利桑那州立大学金融学硕士，2017年加入民生证券。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。