



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	27.67	增持
中国平安	601318.SH	81.17	买入
中国太保	601601.SH	34.03	增持
新华保险	601336.SH	52.12	增持

资料来源：万得，中银国际证券

以 2019 年 5 月 7 日当地货币收市价为标准

保险行业 2019 年一季报综述

资产负债双向改善，推险企净利润创单季新高

- 2019 年一季度权益市场回暖，险企投资收益提升。开门红销售情况良好，资产负债两端向好，中国平安/中国人寿/中国太保创单季度归母净利润近年内单季最高。寿险产品结构转明显，有望进一步提升新业务价值率。**资产负债两端向好，单季度净利润创历史最高：**1) 2019Q1 四家上市保险公司合计实现归母净利润 804.0 亿元，同比大幅增长 76.4%，受益于权益类投资收益大幅提升以及开门红保费收入稳定增长。中国平安/中国人寿/中国太保/新华保险归母净利润为 455.2/260.3/54.8/33.7 亿元，同比增速为 77.1%/92.5%/46.1%/29.1%；2) 其他综合收益留存浮盈，未来净利润仍有释放空间。中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险其他综合收益分别实现-23.2、230.8、71.8 以及 42.4 亿元。
- **寿险产品结构转型效果明显，代理人增员仍然承压：**1) 2019 年开门红销售情况良好，中国平安/中国人寿/中国太保/新华保险保费收入分别为 2,743.9/2,723.5/1,283.9/431.7 亿元，同比增速 8.4%/11.9%/5.4%/9.5%；中国人寿及新华保险保费增速亮眼；2) 业务结构优化，预计新业务价值率提升。2019Q1 中国平安新业务价值率 36.8%，同比提升 5.9 个百分点；2019Q1 新华保险长期险首年保费 344.8 亿元，同比提升 16.4%；3) 代理人面临清核压力，留存率和增员仍然长期承压。
- **车险增速放缓，非车险拉动财险总保费增长：**1) 2019Q1 太保财险/平安财险/人保财险分别实现保费收入 351.5/692.2/1254.6 亿元，同比增速为 12.3%/9.5%/18.2%，除平安财险外，均实现两位数增速增长；2) 车险增速明显放缓，非车险高速增长：2019Q1 太保财险/平安财险/人保财险车险增速分别为 6.3%/8.4%/3.6%，非车险增速分别为 28.2%/12.1%/38.7%。
- **权益市场回暖提高投资收益：**2019 年权益市场明显回暖，险企主动把握投资机会，投资收益率提升。中国平安/中国人寿/中国太保/新华保险分别实现年化总投资收益率 5.1%/6.7%/4.6%/4.2%。同比变动 1.4、2.8、0.4 以及-0.1 个百分点。中国平安/中国人寿/中国太保净投资收益率分别为 3.9%、4.3%以及 4.4%。同比变动 0.2、-0.1 以及 0.2 个百分点。

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，全年新保业务价值率有望稳中有升。目前 2019 年行业 PEV 为 0.96，行业估值仍然具有吸引力。重点推荐新华保险、中国平安。

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

021-20328592

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518050001

目录

1 权益市场显著回暖，净利润爆发式增长.....	4
1.1 归母净利润爆发式增长，三家创单季历史最高	4
1.2 其他综合收益正向贡献，未来净利润仍有增长空间	5
2 寿险开门红增速回暖，非车财险增速进一步提升.....	6
2.1 2019 年一季度寿险保费收入增速回暖，财险行业保费收入逐月递减.....	6
2.2 上市险企中中国人寿、新华保险保费增速领先	7
2.3 上市险企财险增速放缓，非车险拉动整体保费收入增长	10
3 投资端大幅受益于权益市场回暖	12
3.1 2019 年一季度债市下行、股市回暖	12
3.2 权益市场回暖带动投资收益率提高.....	12
4 投资建议.....	14
5 风险提示	15

图表目录

图表 1. 2018Q1-2019Q1 上市险企归母净利润	4
图表 2. 2016Q1-2019Q1 上市险企归母净利润增速	4
图表 3. 2010Q1-2019Q1 上市险企归母净利润	4
图表 4. 2019Q1 上市险企综合收益	5
图表 5. 2019Q1 中国平安营运利润	5
图表 6. 2019Q1 保险行业（包含人身险及财产险）经营情况	6
图表 7. 2018Q1-2019Q1 保险行业/财险/寿险原保险保费收入增速	6
图表 8. 2019Q1 财险行业各险种保费收入及增速	7
图表 9. 2018Q1-2019Q1 上市险企寿险原保险保费收入	7
图表 10. 2018 年 7 月至 2019 年 3 月上市险企当月保费及增速	8
图表 11. 2018Q1-2019Q1 年上市险企个险渠道保费业务收入	8
图表 12. 2015-2018 年上市险企代理人数量	9
图表 13. 2012-2019Q1 中国平安代理人数量	9
图表 14. 2017-2019 年银保监会代理人管理相关监管要求	10
图表 15. 2016Q1-2019Q1 太保/平安/人保财险保费收入	10
图表 16. 2016Q1-2019Q1 太保/平安/人保财险保费收入同比增速	10
图表 17. 2018Q1-2019Q1 年太保/平安/人保财险原保险保费收入	11
图表 18. 2017-2019Q1 太保/平安/人保财险综合成本率	11
图表 19. 2013-2019Q1 “老三家”市占率	11
图表 20. 2019Q1 年十年国债收益率走势	12
图表 21. 2019Q1 年沪深 300/创业板指涨幅走势	12
图表 22. 2015-2019Q1 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. 2015Q1-2019Q1 年上市险企投资净收益	13
图表 25. 2015Q1-2019Q1 上市险企以公允价值变动净收益	13
图表 26. 上市险企估值表	14

1 权益市场显著回暖，净利润爆发式增长

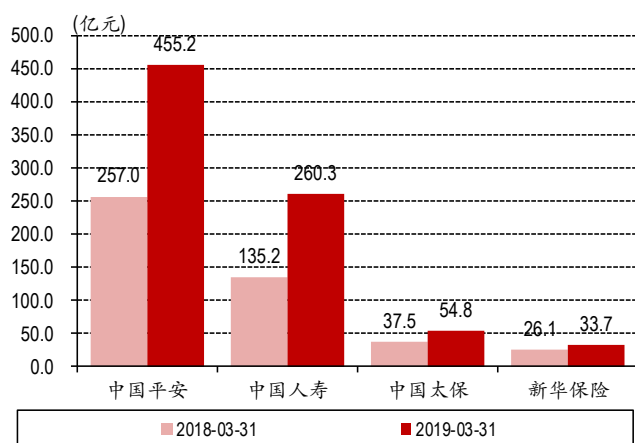
1.1 归母净利润爆发式增长，三家创单季历史最高

2019年一季度四家上市保险公司合计实现归母净利润804.0亿元，同比增长76.4%。其中，中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险的2019年一季度归母净利润分别为455.2、260.3、54.8以及33.7亿元，同比增速分别为77.1%、92.5%、46.1%以及29.1%。中国平安、中国人寿以及中国太保归母净利润爆发式增长，创造近年来最高归母净利润。

2019年一季度归母净利润大幅增长主要受益于：

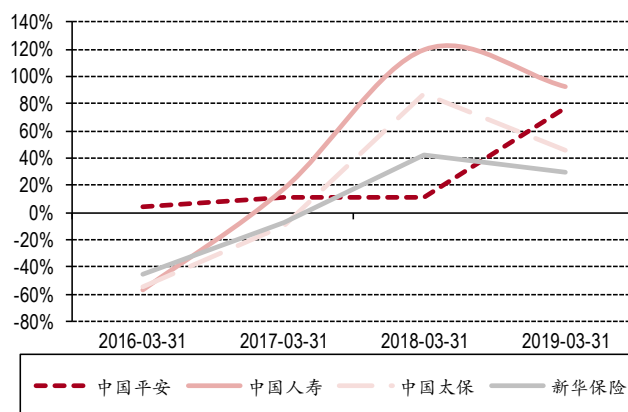
- 1) 权益市场显著回暖，整体投资收益上升，以公允价值计量的金融资产价值提升；
- 2) 2018年一季度开门红遇冷基数较低，2019年一季度原保险保费收入增速平稳，部分险企保费收入增速超预期。

图表 1. 2018Q1-2019Q1 上市险企归母净利润



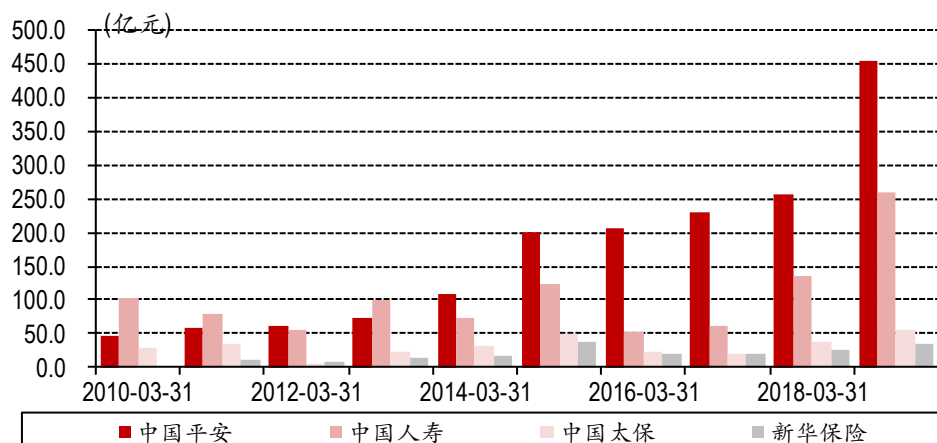
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 2. 2016Q1-2019Q1 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

图表 3. 2010Q1-2019Q1 上市险企归母净利润



资料来源：公司公告，中银国际证券

1.2 其他综合收益正向贡献，未来净利润仍有增长空间

2019年一季度四家上市险企共实现净利润844.9亿元。其中，中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险分别实现净利润493.2、262.0、56.0以及33.7亿元，同比增速分别为70.4%、91.8%、46.1%以及29.0%。四家其他综合收益分别实现-23.2、230.8、71.8以及42.4亿元。由于综合收益=净利润+其他综合收益，一些当期未实现收益和亏损的浮盈浮亏暂未反映在净利润中，仅反映在其他综合收益中，未来净利润有更多释放空间。

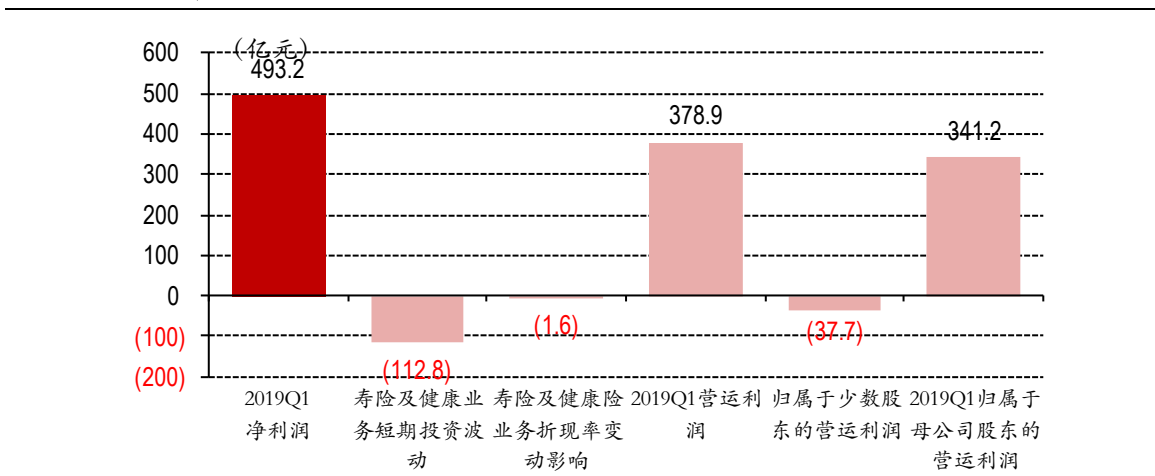
图表 4. 2019Q1 上市险企综合收益

单位：(亿元)	2019Q1 净利润	加：其他综合收益	等于：综合收益总额
中国平安	493.2	(23.2)	470.0
中国人寿	262.0	230.8	492.8
中国太保	56.0	71.8	127.8
新华保险	33.7	42.4	76.1
四家合计	844.9	321.8	1,166.7

资料来源：公司公告，中银国际证券

中国平安由于率先使用 IFRS9 准则，2019Q1 实现归母营运利润 341.2 亿元，同比增长 21.0%。归母营运利润主要剔除了部分短期投资波动、折现率变动影响以及一次性重大项目调整带来的影响，可以看作公司长期可持续利润的情况。其中，中国平安寿险及健康险业务归属于母公司股东的营运利润为 196.5 亿元，同比增长 19.8%，占 2019Q1 集团营运利润 57.6%，是集团营运利润的主要贡献来源。剔除一季度短期投资收益对利润的提振，平安仍然实现平稳的业绩增长。

图表 5. 2019Q1 中国平安营运利润



资料来源：公司公告，中银国际证券

2 寿险开门红增速回暖，非车财险增速进一步提升

2.1 2019 年一季度寿险保费收入增速回暖，财险行业保费收入逐月递减

根据银保监会数据统计，2019 年一季度全保险行业（包含人身险及财产险）原保险保费收入 1.6 万亿，同比增长 15.9%，一季度原保险保费收入累计增速相较于 18 年同期有明显提升。全保险行业净资产 2.3 万亿元，同比增长 14.8%。受益于权益市场回暖，险企净利润高增长对净资产正向贡献。

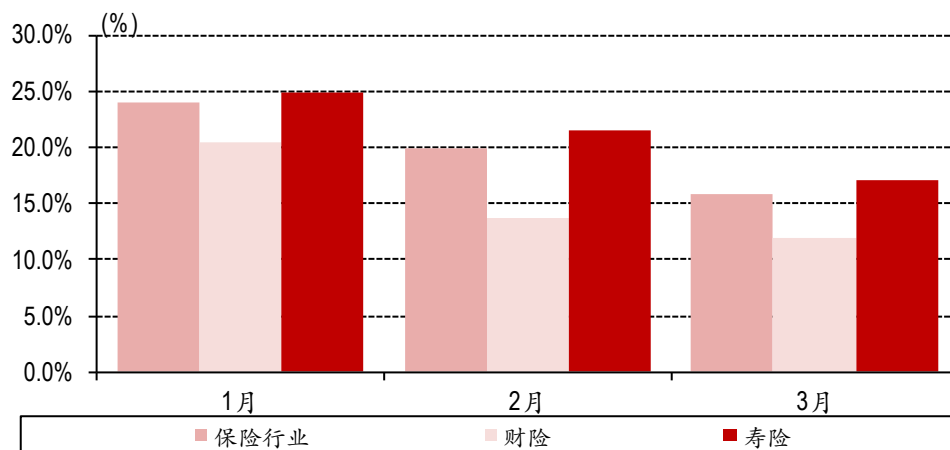
寿险行业：2019 年一季度寿险行业原保险保费收入 12,865 亿元，同比增长 17%。2018 年一季度开门红遇冷，2019 年一季度低基数下保费收入增速有所好转，寿险行业一月、二月、三月累计原保险保费收入同比增速分别为 24.8%、21.5%以及 17.0%，开门红首月旗开得胜，之后略有回落，但总体优于 2018 年一季度情况。

图表 6. 2019Q1 保险行业（包含人身险及财产险）经营情况

(亿元)	2018Q1	2019Q1	同比增长(%)
一.业务情况			
原保险保费收入	14,084.4	16,322.0	15.9
赔付支出	3,268.3	3,318.0	1.5
业务及管理费	963.8	1,268.0	31.6
二.资产情况			
资金运用余额	152,632.9	170,554.0	11.7
总资产	172,242.4	191,082.0	10.9
净资产	19,682.3	22,601.0	14.8

资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 7. 2018Q1-2019Q1 保险行业/财险/寿险原保险保费收入增速

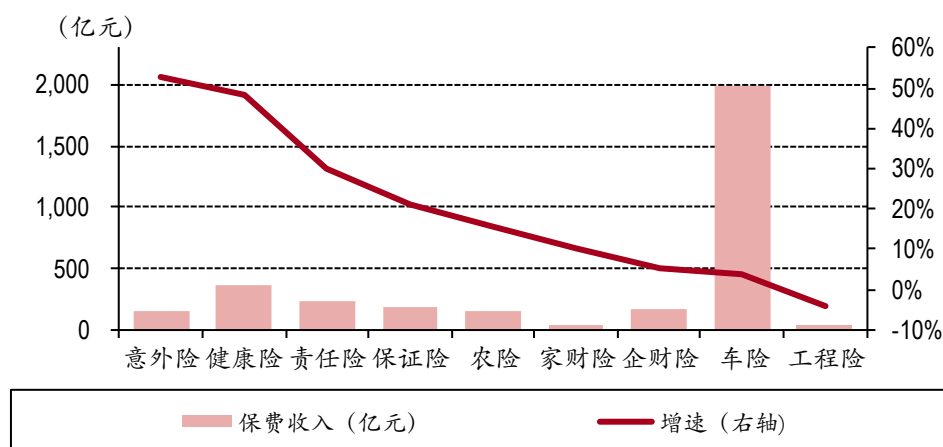


资料来源：公司公告，中银国际证券

财险行业：2019 年一季度财险行业原保险保费收入达 3,457 亿元，同比增长 12%。2019 年财险行业 1、2、3 月累计原保险保费收入增速分别为 20.1%、13.7%、11.9%，行业增速逐月下滑。

从财险各险种来看，2019 年由于车险费改方向尚未定论，车险保费仍处于低速增长区间。2019 年一季度车险保费收入为 1,994.0 亿元，同比增长 4%。非车险增速上升，继续拉动财险行业保费增长，其中，意外险、健康险保费收入增速维持在 50%左右。财险行业前四大险种车险、健康险、责任险以及保证险，合计占比为 83.6%。

图表 8. 2019Q1 财险行业各险种保费收入及增速

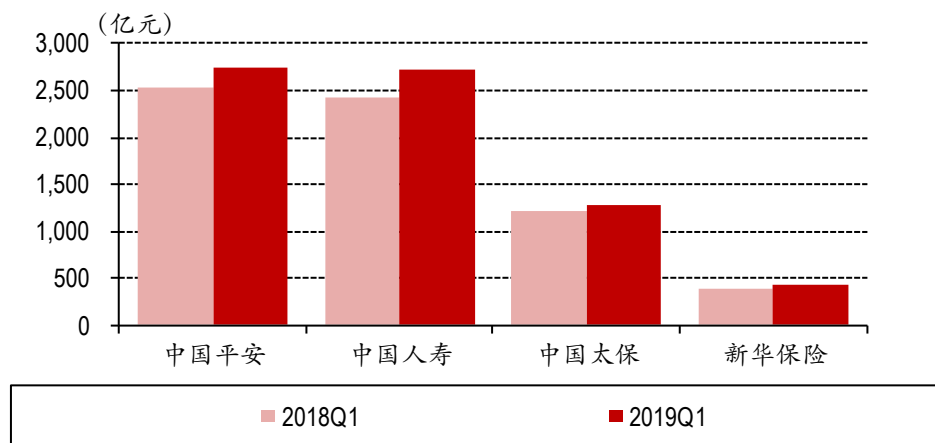


资料来源：公司公告，中银国际证券

2.2 上市险企中中国人寿、新华保险保费增速领先

四家上市险企 2019 年一季度共实现保险保费收入 7,182.9 亿元，同比增长 9.2%。中国平安、中国人寿、中国太保及新华保险收入分别为 2,743.9、2723.5、1,283.9、431.7 亿元，同比增长 8.4%、11.9%、5.4%、9.5%。中国人寿以及新华保险开门红期间保费收入增速亮眼。其中，中国人寿保费收入增速大幅领先，主要受益于：1) 2018Q1 保费收入低基数；2) 2019 年开门红准备早于同业；3) 2019 年开门红主打销售产品 4.025% 年金产品销售高于市场预期。新华保险转型成功，受益于代理人高质量销售能力以及心脑血管附加险的产品策略，保费收入增速仅次于中国人寿。中国平安以及中国太保整体保费收入维持平稳增长。

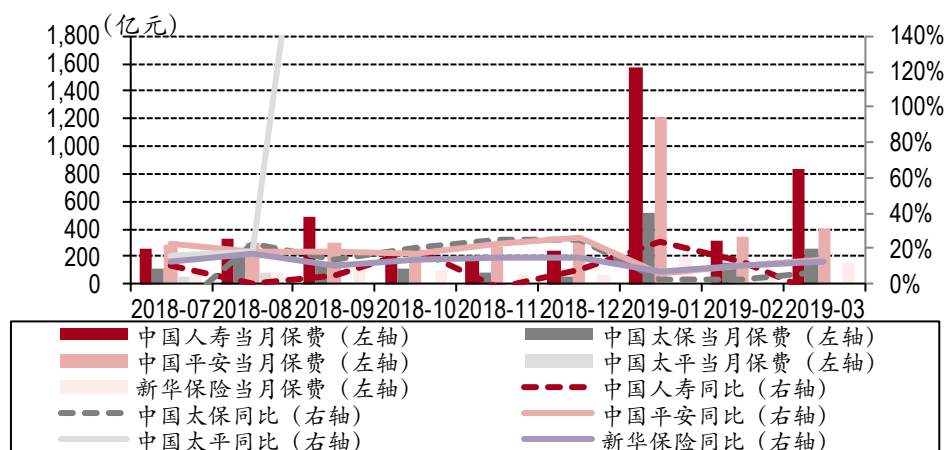
图表 9. 2018Q1-2019Q1 上市险企寿险原保险保费收入



资料来源：公司公告，中银国际证券

2019 年中国平安、中国太保以及新华保险坚持保险产品均衡，淡化开门红效应，转为执行季节间业务均衡发展模式，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 2018 年 7 月至 2019 年 3 月期间，当月保费收入同比增速较为平滑，全年单月保费收入保持稳定增长。

图表 10. 2018 年 7 月至 2019 年 3 月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

2.2.1 业务结构进一步优化，预计新业务价值率提升

四家上市险企中中国平安及新华保险公布首年保费情况，中国太保披露个险新单情况。中国平安及中国太保一季度新单保费负增长。其中，2019 年一季度中国平安用于计算新业务价值的首年保费为 58,783 亿元，同比下滑 10.8%。虽然公司首年保费下降，但整体结构优化，新业务价值率提升，新业务价值率 36.8%，同比提升 5.9 个百分点，拉动新业务价值同比增长 6.1% 至 216.4 亿元。中国太保 2019Q1 个险新单为 174.4 亿元，同比下滑 13.1%，个险渠道新单增速承压。2019 年一季度新华保险长期险首年保费为 344.8 亿元，同比增长 16.1%，保险产品结构转型效果显著，“以附带主”策略实施成效明显。

图表 11. 2018Q1-2019Q1 年上市险企个险渠道保费业务收入

(单位：百万)	2018Q1	2019Q1	同比增速 (%)
中国平安			
用于计算新业务价值的首年保费	65,936	58,783	(10.8)
新业务价值	20,398	21,642	6.1
新业务价值率 (%)	30.9	36.8	上升 5.9 个百分点
中国太保			
个人客户业务	87,472	89,471	2.3
代理人渠道	81,937	86,116	5.1
新保业务	20,069	17,442	(13.1)
其中：期缴	18,953	15,523	(18.1)
续期业务	61,868	68,674	11.0
其他渠道	5,535	3,355	(39.4)
团体客户业务	2,840	3,381	
保险业务收入合计	90,312	92,852	2.8
新华保险			
个险渠道	2018Q1	2019Q1	同比增速 (%)
长期险首年保费	4,754	5,520	16.1
期交	4,742	5,513	16.3
趸交	12	7	(41.7)
续期保费	25,932	27,815	7.3
短期险保费	708	1,140	61.0
个险渠道保费收入合计	31,394	34,475	9.8

资料来源：公司公告，中银国际证券

2.2.2 个险代理人增员乏力，加大科技投入提升销售效率

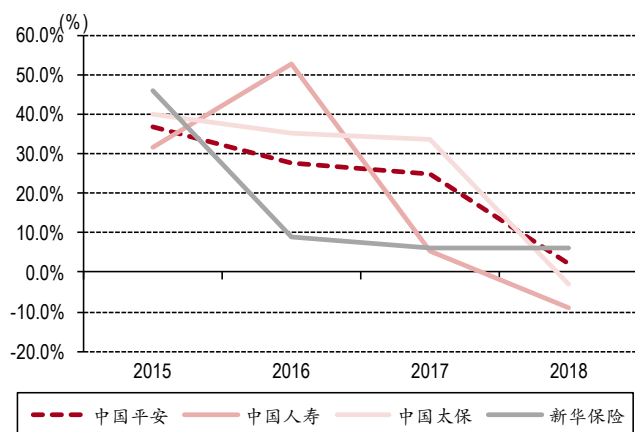
2018 年个险代理人增员乏力，部分险企出现代理人人数下滑。截至 2018 年末，中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险代理人数量分别为 141.7 万人、143.9 万人、84.7 万人、37.0 万人，同比增速分别为 2.3%、-8.8%、-3.1%、6.3%。

2017 年起，银保监会对保险公司代理人加强监管的政策陆续出台。2019 年银保监会出台多项监管纲要，严打非法中介业务，强化渠道管理：1) 代理人信息登记情况真实无误；2) 杜绝销售误导等情况；3) 排查违规销售非保险金融产品；4) 排查保险中介机构业务合规性；对于代理人队伍整体情况进行清理、排查，杜绝违法、销售误导等行业陋习，引导保险行业代理人队伍全面提质。

2019 年一季报中国平安及中国人寿披露代理人数量。截至 2019 年一季度末，中国平安代理人数量为 131.1 万人，相较于 2018 年末下降 7.5%（2018 年末代理人数量为 141.74 万人）。同期，中国人寿销售队伍总人力达 189 万人，其中个险渠道代理人 153.7 万人，相较于 2018 年末上升 6.7%（2018 年末代理人数量为 144 万人，公司主动清理低产能代理人，18 年代理人队伍人数下降幅度较大），个险代理人留存情况预计好于同业。代理人人员增速下降除监管“代理人清核”影响外，也表现出公司对于自身代理人队伍提质保量的管理需求。从 2018 年上市险企年报及相关业绩发布会管理层指引中，也明确了未来代理人管理中也出现三大变化：

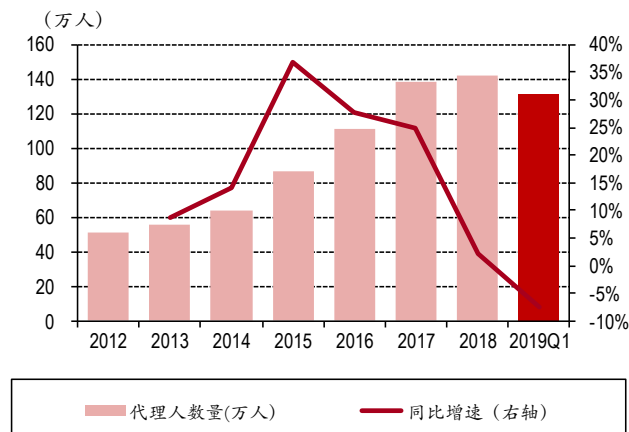
- 1) **应用人工智能**：以中国平安为例，在代理人的增员、培训、队伍建设管理、营销模式场景模拟有效应用 AI 技术，实施 AI 智能筛选和面谈方式，应用于 1100 多万准增员对象；并且通过 AI 甄选模型，合理对历史数据进行筛选，提升 13/25 个月代理人留存率；
- 2) **代理人技能要求提升**：区别于过去仅对代理人寿险销售能力有所要求，目前上市险企代理人队伍正趋向于全面、专业化服务的高质量队伍。以中国平安为例，个险代理人除对于寿险产品的销售，同时掌握产险、金融产品等有效信息，致力于对客户进行精准、全面型的产品推荐服务；
- 3) **提量保质，队伍优化**：告别原有代理人高速增长，但整体队伍良莠不齐的情况。未来代理人队伍将趋向于维持稳定增员增长的同时，提升代理人人均价值，创造高价值代理人队伍。

图表 12. 2015-2018 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 13. 2012-2019Q1 中国平安代理人数量



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 14. 2017-2019 年银保监会代理人管理相关监管要求

时间	事件	监管重点
2017 年 4 月 28 日	《中国银保监会关于强化保险监管打击违法违规行为整治市场乱象的通知》	1. 集中整治保险公司、保险中介机构以及保险从业人员销售误导问题。2. 各保险机构对销售管理情况开展自查自纠。
2018 年 7 月 13 日	《保险代理人监管规定(征求意见稿)》	证
2019 年 2 月 1 日	《关于坚决杜绝保险机构及其从业人员违规销售非保险金融产品的通知》	保险公司、保险专业中介机构深入开展自查, 全面排查违规销售非保险金融产品问题, 重点针对销售资质、产品准入、业务隔离、备案管理、分类处置等内容。
2019 年 3 月 8 日	《关于开展保险专业中介机构从业人员执业登记数据清核工作的通知》	部分保险专业中介机构从业人员信息不全不准、虚报虚挂虚增人员、从业人员队伍数据失真, 要求中介机构自查整改和银保监局重点检查。
2019 年 3 月	《关于开展保险公司销售从业人员针对保险公司从事保险销售的所有人员, 涵盖所有渠道的代理制从业人员, 从业人员执业登记数据清核工作的通知》	全面登记无遗漏; 2. 全面填准无差错, 每名从业人员名下的各项信息填全填准, 确保真实、完整、准确; 3. 全面核对无差异。
2019 年 4 月 2 日	《中国银保监会办公厅关于印发 2019 年保险中介机构市场乱象整治工作方案的通知》	1. 压实保险公司对各类中介渠道的管控责任。2. 认真排查保险中介机构业务合规性; 3. 强化整治与保险机构合作的第三方网络平台的保险业务。

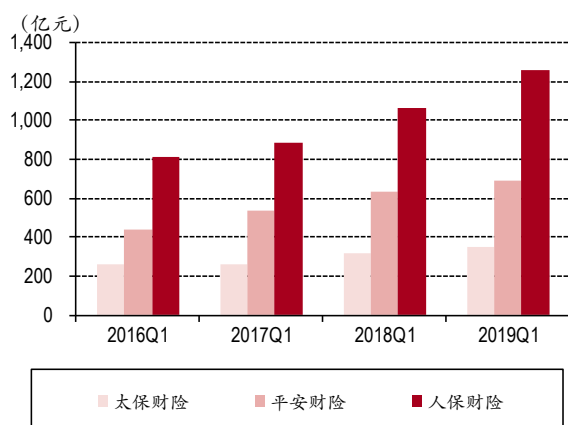
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

2.3 上市险企财险增速放缓, 非车险拉动整体保费收入增长

2019 年一季度太保财险、平安财险、人保财险分别实现原保险保费收入 353.6、692.2 以及 1,254.6 亿元, 同比增速分别为 12.7%、9.5%以及 18.3%, 太保财险以及人保财险实现两位数增速增长。

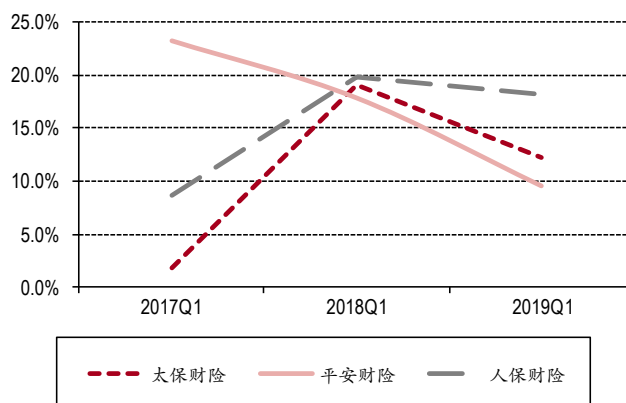
财险保费收入结构来看, 车险保费收入增速明显放缓, 非车险整体拉动保险收入增长。2019 年一季度太保财险、平安财险、人保财险车险分别实现 236.5、478.3 以及 638.8 亿元, 同比增速分别为 6.3%、8.4%以及 3.6%。非车险方面, 太保财险、平安财险、人保财险分别实现 117.1、213.9 (包含非车险及意外健康险) 以及 615.9 亿元, 同比增速 28.2%、12.1%以及 38.7%亿元, 非车险保持两位数增长, 且增速明显优于车险增速。

图表 15. 2016Q1-2019Q1 太保/平安/人保财险保费收入



资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 16. 2016Q1-2019Q1 太保/平安/人保财险保费收入同比增速



资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 17. 2018Q1-2019Q1 年太保/平安/人保财险原保险保费收入

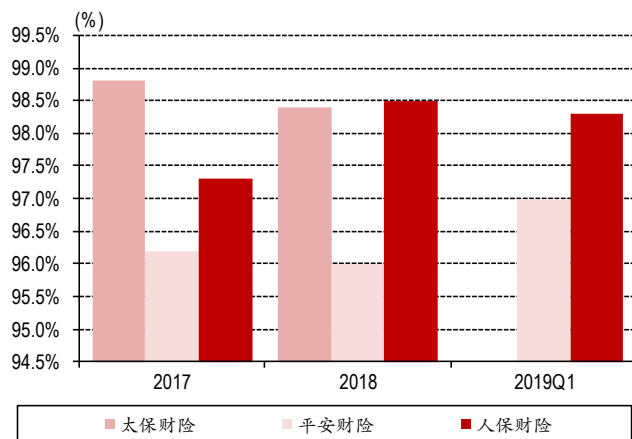
太保财险	2018Q1	2019Q1	同比 (%)
原保险保费收入	313.9	353.7	12.7
车险	222.6	236.5	6.3
非车险	91.4	117.1	28.2
平安财险	2018Q1	2019Q1	同比 (%)
原保险保费收入	632.2	692.2	9.5
车险	441.3	478.3	8.4
非车险	167.4	179.8	7.4
意健险	23.5	34.1	45.3
人保财险	2018Q1	2019Q1	同比 (%)
原保险保费收入	1,060.6	1,254.6	18.3
车险	616.4	638.8	3.6
非车险	444.2	615.9	38.7

资料来源：公司公告，中银国际证券

2019 年一季度龙头财险公司市占率有所提升，太保财险、平安财险以及人保财险合计市占率自 2018 年末 64.0% 提升 2 个百分点到 66.0%。

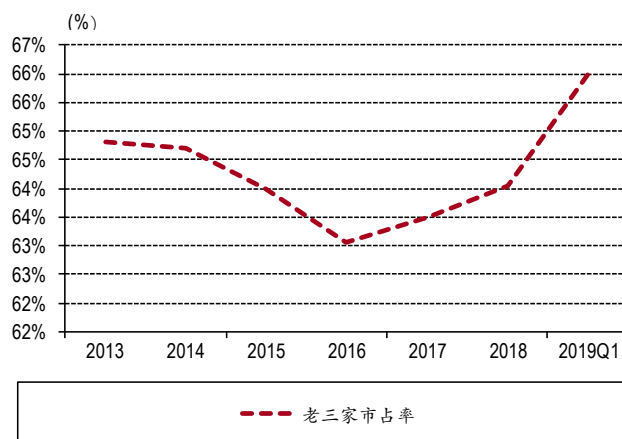
2019 年一季度平安财险以及人保财险综合成本率分别为 97.0% 以及 98.3%，较 2018 年底分别上升 1.0 个百分点以及下降 0.2 个百分点，太保财险并未披露一季度综合成本率情况。平安财险以及人保财险综合成本率持续优于同业，但行业整体承受手续费率上升、所得税费用增加以及市场竞争加剧等情况，影响公司综合成本率。随着监管趋严管理，税改推进以及“报行合一”的实施，财险市场竞争格局及盈利状况仍然承压。

图表 18. 2017-2019Q1 太保/平安/人保财险综合成本率



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 19. 2013-2019Q1 “老三家”市占率



资料来源：公司公告，中银国际证券

3 投资端大幅受益于权益市场回暖

3.1 2019 年一季度债市下行、股市回暖

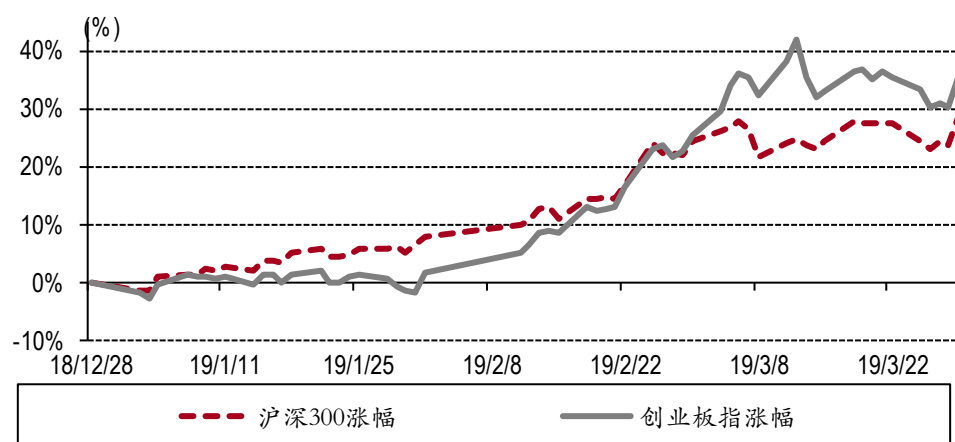
2019 年一季度债市整体上来看呈下行态势，10 年期国债到期收益率在 19 年一季度末触底，一季度收益率下降 16BP。权益市场今年一季度出现持续反弹，A 股涨势大超市场预期。一季度沪深 300 指数，创业板指涨幅分别高达 28.6%，35.4%。

图表 20. 2019Q1 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. 2019Q1 年沪深 300/创业板指涨幅走势



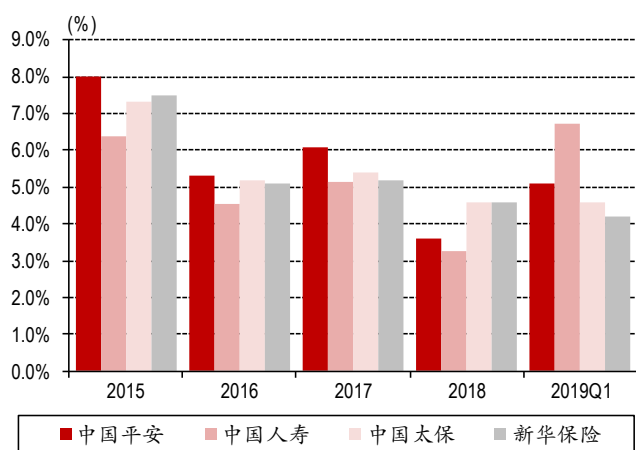
资料来源：万得，中银国际证券

3.2 权益市场回暖带动投资收益率提高

2019 年一季度得益于权益市场回暖，险企主动把握机遇，投资收益率提高。中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险分别实现年化总投资收益率 5.1%、6.7%、4.6%、4.2%，同比变动 1.4、2.8、0.4 以及-0.1 个百分点。

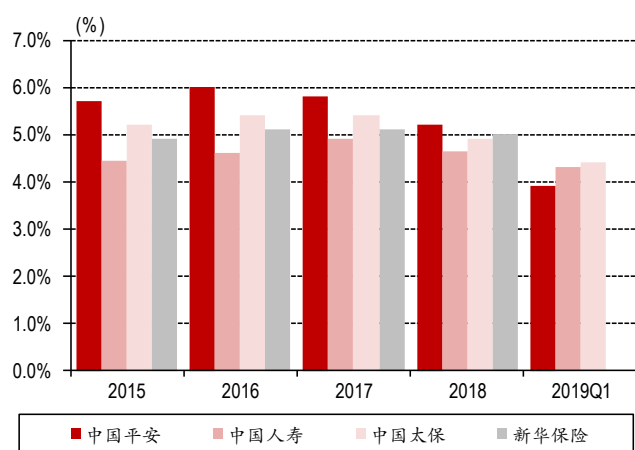
2019 年一季度中国平安、中国人寿以及中国太保年化净投资收益率分别为 3.9%、4.3%以及 4.4%，同比变动 0.2、-0.1 以及 0.2 个百分点。中国人寿及中国太保净投资收益率保持稳定，符合预期。中国平安由于使用 IFRS9 会计准则，使得金融资产浮盈全部进入损益表，以及部分业绩收入不做年化处理，投资收益率处于低估状态。新华保险并未披露净投资收益率。

图表 22. 2015-2019Q1 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



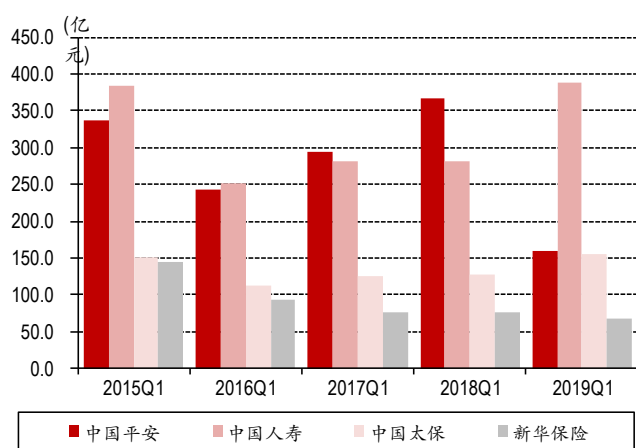
资料来源：公司公告，中银国际证券

3.2.1 权益市场回暖，公允价值变动净收益增长

2019 年一季度中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险公允价值变动净收益分别为 341.7、139.4、10.7 以及 6.0 亿元，公允价值变动净收益全部扭负为正（2018Q1 分别为-48.0、-7.3、-8.0 以及-1.1 亿元）。

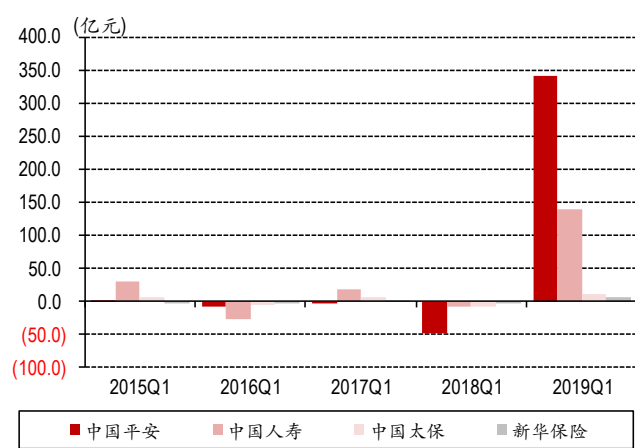
2019 年一季度中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险投资净收益分别实现 160.8、389.4、155.5 以及 68.9 亿元，同比增速分别为-56.1%、38.2%、22.1%、以及-9.7%。中国人寿以及中国太保把握市场机会，获取高增速的投资净收益。中国平安由于会计准则实施影响以及部分业绩不做年化处理的叠加影响，增速表现为负，但从历史数据来看，整体盈利能力稳定且保持行业领先。

图表 24. 2015Q1-2019Q1 年上市险企投资净收益



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 25. 2015Q1-2019Q1 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，全年新保业务价值率有望稳中有升。目前 2019 年行业 PEV 为 0.96，行业估值仍然具有吸引力。重点推荐新华保险、中国平安。

图表 26. 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	27.67	EVPS	23.07	25.97	29.09	32.87	37.48	增持
			P/EV	1.20	1.07	0.95	0.84	0.74	
			NBVPS	1.74	2.13	1.80	1.49	1.19	
			NBVX	15.86	13.01	15.40	18.55	23.19	
601318.SH	中国平安	81.17	EVPS	43.02	54.84	63.57	75.05	91.13	买入
			P/EV	1.89	1.48	1.28	1.08	0.89	
			NBVPS	3.68	3.95	4.43	5.04	5.81	
			NBVX	22.03	20.52	18.31	16.10	13.97	
601601.SH	中国太保	34.03	EVPS	31.58	37.09	42.67	49.21	57.43	增持
			P/EV	1.08	0.92	0.80	0.69	0.59	
			NBVPS	2.95	2.99	3.04	3.13	3.24	
			NBVX	11.54	11.37	11.19	10.86	10.52	
601336.SH	新华保险	52.12	EVPS	49.20	55.51	63.03	71.33	81.82	增持
			P/EV	1.06	0.94	0.83	0.73	0.64	
			NBVPS	3.87	3.91	3.97	4.09	4.30	
			NBVX	13.48	13.32	13.14	12.74	12.12	
行业平均 PEV					1.10	0.96	0.84	0.71	

资料来源：万得，中银国际证券

*以 2019 年 5 月 7 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得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