

投资端高弹性增长，负债端改善趋势显著 增持（维持）

2019 年 05 月 08 日

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

研究助理 周颖婕

zhouyj@dwzq.com.cn

投资要点

- 权益市场上涨，投资收益高弹性带动利润高增，净资产增长提速：**2019 年一季度，上市保险公司归母净利润同比大幅增长 70%，超出市场预期，平安/国寿/人保/太保/新华分别同比增长 77%/93%/12%/46%/29%，主要系权益市场上涨（Q1 上证综指+24%）带动险企投资收益同比大幅提升，平安/国寿/人保/太保/新华总投资收益率分别为 5.1%/6.7%/4.6%/4.2%，同比分别提升 1.4pct./2.8pct./0.2pct./0.1pct.，利润高弹性增长叠加权益端 AFS 资产浮盈增厚其他综合收益，上市险企归母净资产增长提速，平安/国寿/人保/太保/新华净资产较年初增长 7.6%/14.4%/9.9%/8.4%/11.6%。展望后续，我们认为今年权益市场表现整体仍将优于去年，且货币政策边际宽松预期减弱，对长端利率形成支撑，投资端仍然向好，全年保险公司利润有望延续增长，而净资产加速增长也将提升上市险企 EV 增速。
- 负债端改善趋势显著，新单回暖但增速分化，新业务价值率提升：**一季度上市寿险 NBV 增速略超市场预期（平安、国寿分别增长 6.1%、28.1%，新华预计增速也达 20% 以上），一方面源于新单增速整体回暖，其中国寿、新华的新单保费实现+8.9%、+24% 正增长，平安、太保新单同比分别下滑-10.8%、-13.1%，增速分化主要系各家公司开门红策略及节奏不同（国寿提前布局高预定利率产品，新华健康险新单高增叠加去年低基数，而平安/太保相对弱化开门红效应，预计全年新单分布更均衡）；另一方面，新业务价值率增速优于新单增速，主要源于价值率显著提升（仅平安披露价值率数据，Q1 价值率 36.8%，同比+5.9pct.，预计国寿、新华同比也有提升）。整体而言，负债端新单回暖、结构转型带动价值率提升，改善趋势显著，预计全年上市险企 NBV 有望实现双位数增长。
- 财险手续费率显著下降，所得税增提影响逐步消除，非车险种持续高增：**Q1 行业车险增速持续放缓（人保/平安/太保车险分别+4%/+8%/+6%），非车险保费占比进一步提升（人保/平安/太保分别升至 49%/31%/33%），预计后续意健险、责任险、信用保证险等非车险种仍将成为保费增速的主要驱动力。盈利角度，Q1 财险净利润增速显著回暖，主要源于所得税率大幅降低（车险手续费支出显著下降，所得税增提影响大幅改善），人保/平安税前利润同比分别-16%/+34%，但净利润同比分别-4%/+77%，预计全年手续费率下降趋势将延续，财险净利润增速有望迎来拐点。
- 投资建议：**保险行业一季度整体表现超预期，投资端高弹性驱动利润大幅增长，负债端新单改善趋势显著、价值率显著提升，叠加 10 年期国债利率企稳，利率+保费+投资三重因素均向好，维持保险“买入”评级，个股重点推荐中国平安（1.15x2019PEV）、新华保险（0.77x2019PEV）。
- 风险提示：**1) 保障型产品后续销售不及预期；2) 长端利率持续下行；3) 股市波动导致投资收益下滑；4) 财产险费用管控成效不及预期。

行业走势



相关研究

- 1、《非银行金融行业双周报：社融大超预期，坚定看好信托》2019-04-14
- 2、《非银行金融行业 2019 年投资策略：券商基本面改善，关注信托预期差》2018-12-09
- 3、《券商分类评级出炉，龙头稳健》2018-07-29

内容目录

1. 业绩概览：权益投资驱动利润高弹性增长，净资产增长提速	4
2. 资产端：权益市场上涨，投资收益提振业绩	6
3. 负债端：新单增速分化，价值率显著提升	7
4. 产险：非车险种持续高增，手续费率显著下降	8
5. 投资建议	10
6. 风险提示	12

图表目录

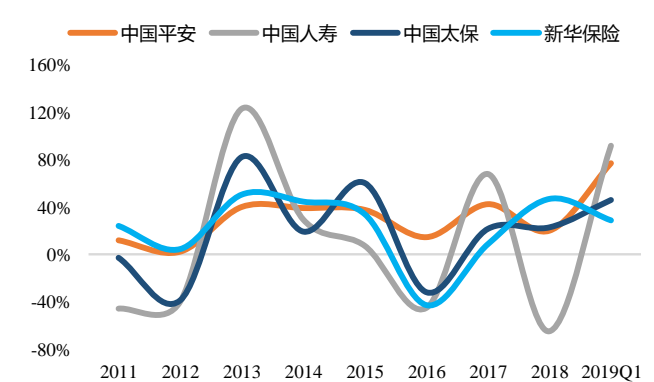
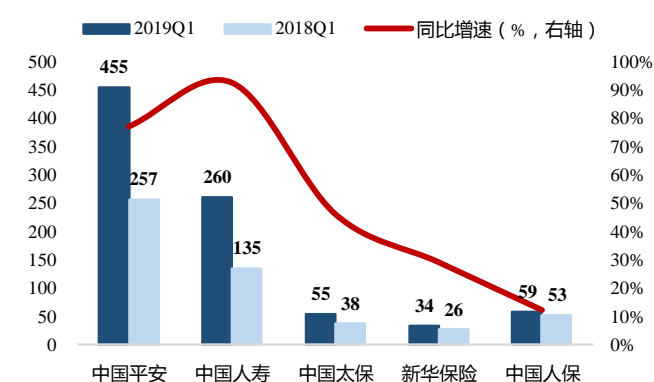
图 1: 2019Q1 上市保险公司归母净利润及同比增速	4
图 2: 2011~2019Q1 上市保险公司归母净利润同比增速	4
图 3: 2016~2019Q1 平安的归母营运利润保持稳健增长	4
图 4: 2017H1~2019Q1 平安的归母营运利润业务分布	4
图 5: 2019Q1 上市保险公司归母净资产及同比增速	5
图 6: 2010~2019Q1 上市保险公司归母净资产增速	5
图 7: 2012~2019/03 上市保险公司“其他综合收益”	5
图 8: 2011~2019Q1 上市保险公司 ROE (Q1 为年化值)	5
图 9: 2011~2019Q1 上市保险公司净投资收益率	6
图 10: 2011~2019Q1 上市保险公司总投资收益率	6
图 11: 2012~2019Q1 上市保险公司总保费收入增速	7
图 12: 2012~2019Q1 上市保险公司新单保费增速	7
图 13: 2011~2019Q1 上市保险公司新业务价值增速	8
图 14: 2012~2019Q1 平安新业务价值率	8
图 15: 2011~2019Q1 上市财险公司/行业财险保费增速	9
图 16: 2011~2019Q1 上市财险公司车险保费增速	9
图 17: 2008~2019Q1 人保财险综合成本率	10
图 18: 2011~2019Q1 平安财险综合成本率	10
图 19: 上市保险公司估值表 (股价对应 2019 年 5 月 7 日收盘价)	11
表 1: 2019Q1 上市保险公司投资收益率	6
表 2: 2019Q1 上市保险公司新单保费及增速	7
表 3: 2019Q1 上市保险公司新单保费及增速	8
表 4: 2019Q1、2018Q1 人保财险及行业的财险各险种占比和同比增速	9
表 5: 2019Q1、2018Q1 人保财险及行业的财险各险种占比和同比增速	10

1. 业绩概览：权益投资驱动利润高弹性增长，净资产增长提速

一季度上市保险公司归母净利润同比大幅增长+70%，主要系权益市场上涨、投资收益提振业绩。2019年一季度，中国平安、中国人寿、中国人保、中国太保、新华保险分别实现归母净利润455亿、260亿、59亿、55亿、34亿，同比增速分别为77.1%、92.6%、12.1%、46.1%、29.1%，净利润增速超出市场预期，主要系投资端权益市场上涨带动投资收益同比显著提升。其中，平安在I9体系下“一正一反”盈利爆发（I9放大投资波动，因而18Q1受股市下跌影响盈利低基数，19Q1股市大涨投资收益高增），若使用原会计体系，则盈利增速降至+4.8%。营运利润角度，若剔除寿险短期投资波动带来的偏差影响（+112.75亿），平安营运利润同比增速+21%，依然保持稳健高增速。

图 1：2019Q1 上市保险公司归母净利润及同比增速

图 2：2011~2019Q1 上市保险公司归母净利润同比增速

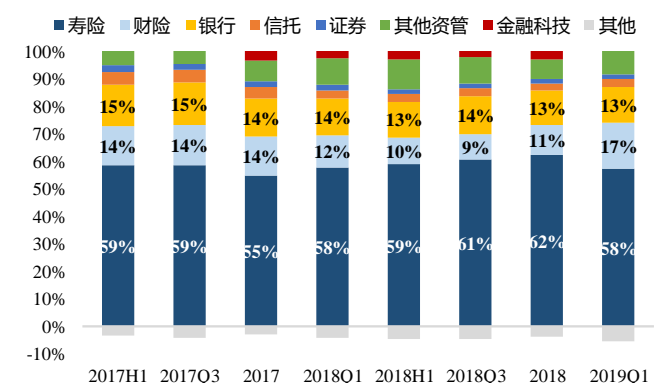
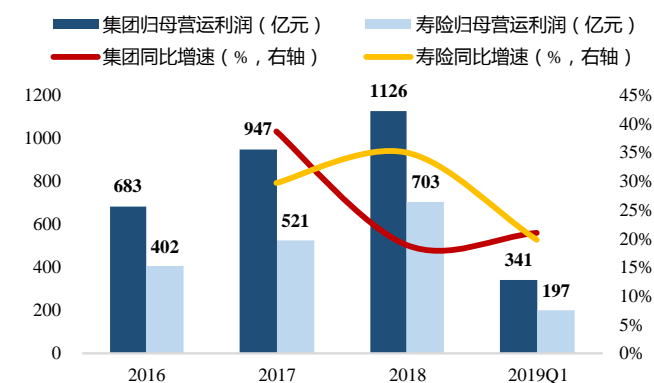


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 3：2016~2019Q1 平安的归母营运利润保持稳健增长

图 4：2017H1~2019Q1 平安的归母营运利润业务分布

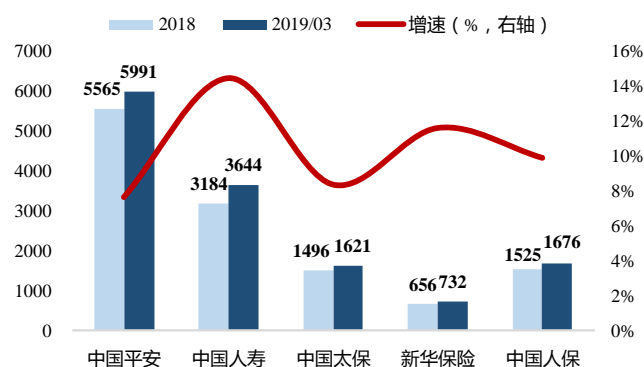


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

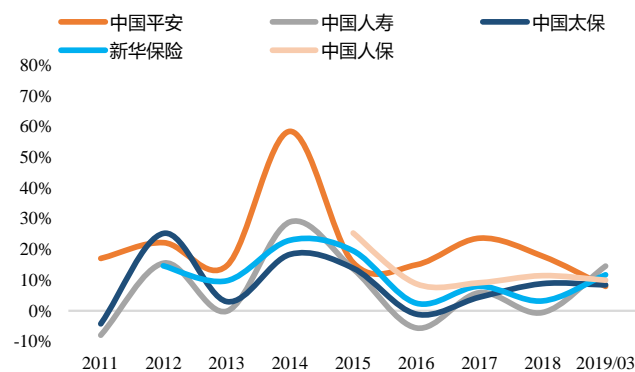
净资产合计同比增长 9.9%，增速较去年同期显著提升，主要系净利润高增，叠加 AFS 浮盈增厚其他综合收益。2019 年 3 月末，中国平安、中国人寿、中国人保、中国太保、新华保险归母净资产分别为 5991 亿、3644 亿、1676 亿、1621 亿、732 亿，较年初增速分别为 7.6%、14.4%、9.9%、8.4%、11.6%，一方面源于利润大幅增长，另一方面源于其他综合收益增长较快，可供出售金融资产公允价值上升显著增厚净资产，3 月末，国寿、人保、太保、新华资产负债表“其他综合收益”分别为 175 亿（年初-56 亿）、92 亿（年初-0.4 亿）、98 亿（年初 28 亿）、14 亿（年初-28 亿）。考虑净资产增长较快（合计增速已超 18 年全年），预计全年内含价值将保持较快增速。ROE 角度，平安继续保持同业领先（年化 ROE 达 32%），国寿受高利润增速驱动 ROE 大幅提升至 31%，新华、人保、太保年化 ROE 分别 19%、15%、14%，均有所提升。

图 5：2019/03 上市保险公司归母净资产及增速



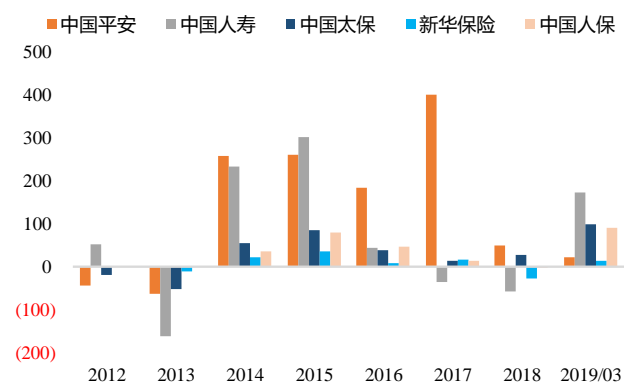
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 6：2011~2019/03 上市保险公司归母净资产增速



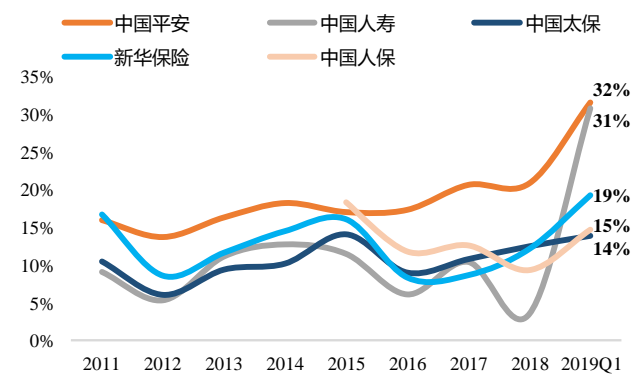
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 7：2012~2019/03 上市保险公司“其他综合收益”



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 8：2011~2019Q1 上市保险公司 ROE (Q1 为年化值)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2. 资产端：权益市场上涨，投资收益提振业绩

净投资收益率基本保持稳定，总投资收益率提升显著。净投资收益率方面，Q1 国寿略有下降，主要源于分子端息利收入增长不及分母端资产公允价值变动增长，整体而言，固收类资产收益率基本维持稳定。总投资收益率方面，受益资本市场显著回暖（上证综指/沪深 300 指数分别较年初上涨 23.9%/28.6%，中债总全价指数上涨 0.2%），投资收益同比大幅提升，其中：1) 国寿提升最显著，总投资收益率同比+2.79pct.至 6.71%；2) 平安在 I9 下总投资收益率+1.4pct.至 5.1%（未对权益类利息收入/分红收入/投资资产价差等未做年化处理，因此总投资收益率存在低估）；3) 新华总投资收益率下滑 0.1pct.，主要系权益资产分类中 AFS 较多，且 Q1 兑现部分浮亏冲击投资收益；4) 太保一季度加大股票资产配置，股票占比提升 1pct.至 5.1%，总投资收益率小幅+0.2pct.至 4.6%。

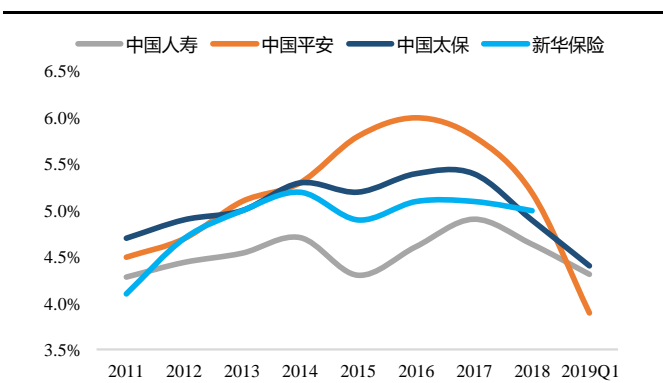
估算 Q1 综合投资收益率：国寿>平安>太保>新华。由于总投资收益率未考虑国寿、太保、新华的权益资产浮盈/浮亏部分，且各家计算口径不同（如平安仅对固收类利息作年化处理），因此综合投资收益率可更好反应上市险企投资端状况，我们估算一季度国寿/平安/太保/新华的综合投资收益率分别为 9.3%/8.7%/7.2%/6.6%（均为年化值）。

表 1：2019Q1 上市保险公司投资收益率

	净投资收益率	总投资收益率	综合投资收益率（估算）	同比变动（pct.）		
				净投资	总投资	综合
中国人寿	4.31%	6.71%	9.3%	-0.05	+2.79	+5.37
中国平安	3.90%	5.10%	8.7%	+0.20	+1.40	+5.59
中国太保	4.40%	4.60%	7.2%	+0.20	+0.20	+2.76
新华保险	-	4.20%	6.6%	-	-0.10	+2.75

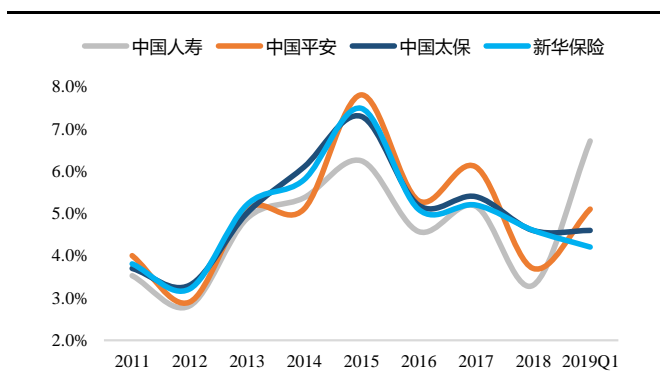
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：2011~2019Q1 上市保险公司净投资收益率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 10：2011~2019Q1 上市保险公司总投资收益率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3. 负债端：新单增速分化，价值率显著提升

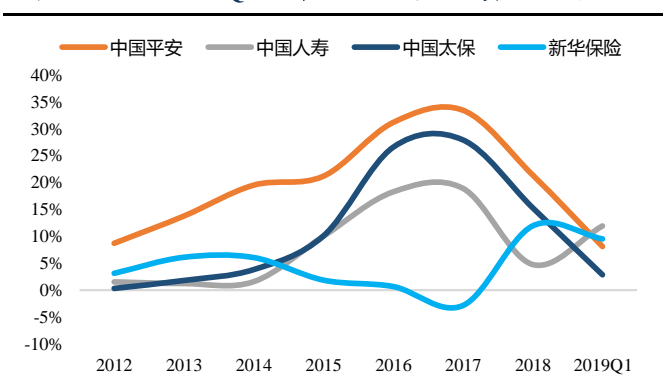
新单保费同比改善，开门红策略差异导致增速分化。一季度，国寿、平安、太保、新华的新单保费收入分别为940亿、588亿、174亿、93亿，同比增速分别为+8.9%、-10.8%、-13.1%、+24%，新单增速分化主要系各家公司“开门红”产品销售策略差异，以及去年同期基数不同：1) 新华“以附促主”产品策略持续推进，健康险新单高增长，叠加去年同期基数较低，新单保费增速位列上市同业第一；2) 国寿“开门红”率先布局，推出4.025%的高预定利率年金保险产品，带动新单较快增长；3) 平安主动压缩低价值率短期型产品（去年同期开门红产品较多），推动长期保障及长期储蓄混合型产品销售，因此新单同比增速有所下滑；4) 太保开门红启动时间较晚，叠加代理人清虚，新单表现略低于上市同业。整体来看，一季度新单增速同比改善、产品结构优化，全年而言，负债端改善趋势显著，考虑平安/太保淡化“开门红”效应，预计全年新单分布更为均衡。

表 2：2019Q1 上市保险公司新单保费及增速

	新单保费口径	2019Q1 (亿元)	2018Q1 (亿元)	同比变动
中国人寿	长期险新单保费+短期险保费	939.54	862.88	+8.9%
中国平安	用于计算新业务价值的首年保费	587.83	659.36	-10.8%
中国太保	代理人渠道新单保费	174.42	200.69	-13.1%
新华保险	长期险首年保费+短期险保费	93.42	75.35	+24.0%

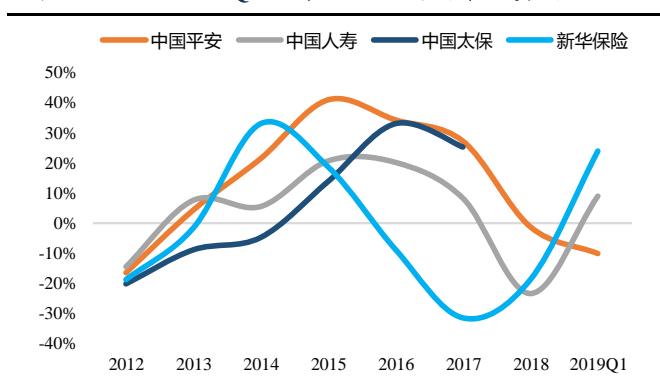
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11：2012~2019Q1 上市保险公司总保费收入增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 12：2012~2019Q1 上市保险公司新单保费增速

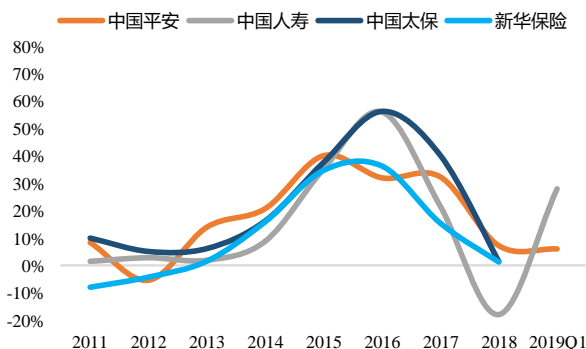


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

新业务价值优于新单表现，价值率显著提升。一季度，国寿、平安 NBV 分别同比 +28.3%、+6.1%略超预期，价值增速均优于新单表现（分别为+8.9%、-10.8%），源于新业务价值率显著提升。其中平安一季度 NBV Margin 为 36.8%，相较于去年同期+5.9pct.，价值率大幅提升对冲新单保费-10.8%的下滑，仍实现价值正增长。行业层面，考虑各公司持续聚焦保障型业务，新单中的保障型占比有望继续提升，结构改善将进一步提升价

值率，预计全年上市寿险的NBV有望维持两位数增长。

图 13：2011~2019Q1 上市保险公司新业务价值增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 14：2012~2019Q1 平安新业务价值率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

人力规模增速整体趋缓，国寿代理人增速高于同业。截至3月末，国寿代理人规模153.7万，较年初提升6.8%，增速高于同业主要源于高预定利率产品撬动+Q1加大增员力度（费用投入加大，手续费及佣金支出同比+38.5%），月均有效销售人力规模同比+37.9%，月均销售特定保障型产品人力规模同比+59.8%；行业角度而言，除国寿实现代理人规模正增长以外，平安较年初下滑7.5%至131万人，预计新华、太保均有所下滑（但新华全年仍设定较高人力规模目标），行业整体增速趋缓主要源于前几年增速较快+代理人主动清虚，目前从“增量”转向“提质”阶段，后续关注代理人产能提升状况。

表 3：2019Q1 上市保险公司新单保费及增速

	2019/03 人力规模（万人）	2018 年末人力规模（万人）	同比变动
中国人寿	153.7	143.9	+6.8%
中国平安	131.1	141.7	-7.5%

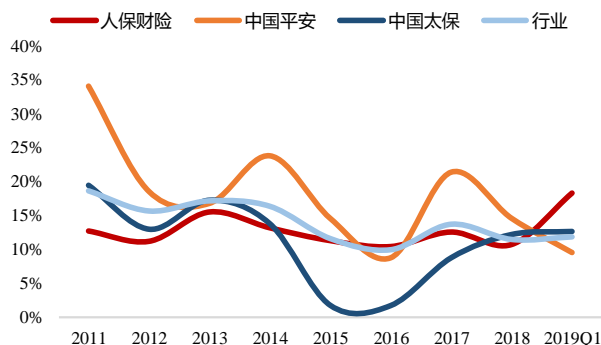
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 产险：非车险种持续高增，手续费率显著下降

车险保费增速持续放缓，非车险种成为主要驱动力。2019Q1，财产险行业保费增长11.2%，其中人保、平安、太保分别增长18.3%、9.5%、12.7%（行业CR3进一步提升2ct.至66%）。分险种来看，车险和非车险增速继续显著分化，Q1行业车险保费增速进一步下滑至4%，或受新车销量增速下滑及费改后车险件均保费下降影响，人保、平安、太保车险分别增长3.6%、8.4%、6.3%，考虑3月起新车销量有所回暖，后续车险保费增速有望边际改善；非车险方面，人保、平安、太保分别增长38.7%、12.1%、28.2%，非车险保费占比进一步提升（分别提升至49.1%、30.9%、33.1%，较年初分别提升15.8pct.、4.4pct.、8.1pct.，人保提升最为显著），其中意外伤害健康险、责任险、信用保证险等新

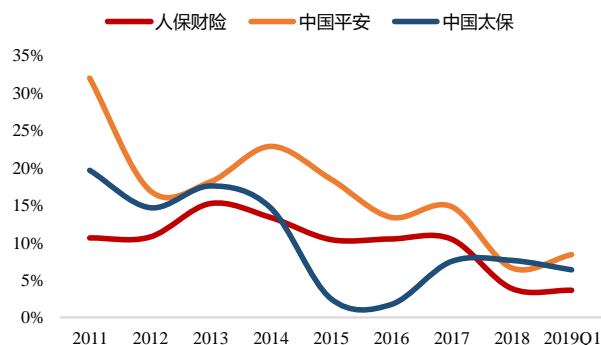
兴险种增速较快，成为拉动非车险高速扩张的主要驱动力。

图 15: 2011~2019Q1 上市财险公司/行业财险保费增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 16: 2011~2019Q1 上市财险公司车险保费增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 4: 2019Q1、2018Q1 人保财险及行业的财险各险种占比和同比增速

单位：亿元	人保财险			财险行业		
	2019Q1 占比	2018Q1 占比	同比 (%)	2019Q1	2018Q1	同比 (%)
车险	50.9%	58.1%	+4%	57.7%	62.0%	+4%
意外伤害健康险	22.5%	17.0%	+57%	14.6%	11.0%	+49%
农险	7.1%	7.0%	+19%	4.5%	4.4%	+15%
责任险	6.8%	6.1%	+31%	6.6%	5.7%	+30%
企业财产险	4.0%	4.3%	+10%	5.0%	5.3%	+5%
信用保证险	3.8%	1.9%	+144%	6.8%	6.5%	+16%
货运险	0.9%	1.0%	+8%	-	-	-
其他	3.9%	4.5%	+2%	4.8%	5.1%	-
Total	100%	100%	+18%	100%	100%	+12%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

手续费支出显著下降，所得税增提影响大幅改善。2018 年车险激烈竞争下，各家公司加码营销费用，车险手续费普遍超标，导致所得税大幅增长冲击净利润（规定财险手续费及佣金支出在保费扣除退保金后 15% 以内部分，可税前列支，超出部分不得抵扣），今年以来严监管力度空前，分支机构加大费用营销的意愿降低，因此财险公司手续费率普遍降至 15% 以下，显著改善去年手续费超标带来税收增加的不利影响。一季度，人保、平安税前利润同比分别-16.2%、+33.8%，但所得税率大幅降低至 19.1%、23.0%（分别下降 10.6pct.，18.9pct.），驱动净利润同比分别-3.6%、+77.3%，考虑全年手续费率下降趋势预计可延续，财险公司净利润增速有望迎来拐点。

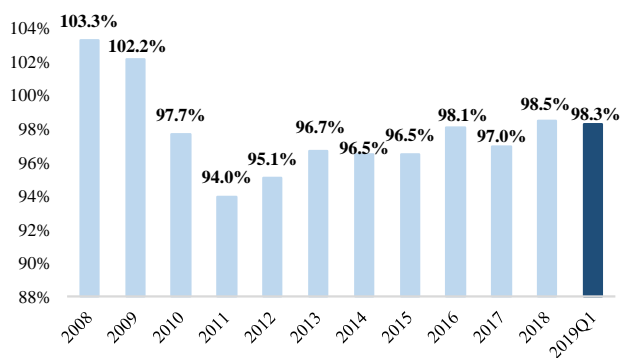
表 5：2019Q1、2018Q1 人保财险及行业的财险各险种占比和同比增速

人保财险 (亿元)	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2	2018Q1	2019Q1 同比(%)
税前利润	64.42	24.04	41.68	91.73	76.83	-16.2%
所得税	12.33	1.09	30.68	24.85	22.80	-45.9%
净利润	52.09	22.96	10.99	66.88	54.03	-3.6%
所得税率	19.1%	4.5%	73.6%	27.1%	29.7%	-10.6pct.
平安财险 (亿元)	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2	2018Q1	2019Q1 同比(%)
税前利润	75.25	52.12	42.65	44.12	56.26	+33.8%
所得税	17.3	10.59	20.68	17.56	23.58	
净利润	57.95	41.53	21.97	26.56	32.68	+77.3%
所得税率	23.0%	20.3%	48.5%	39.8%	41.9%	-18.9pct.

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

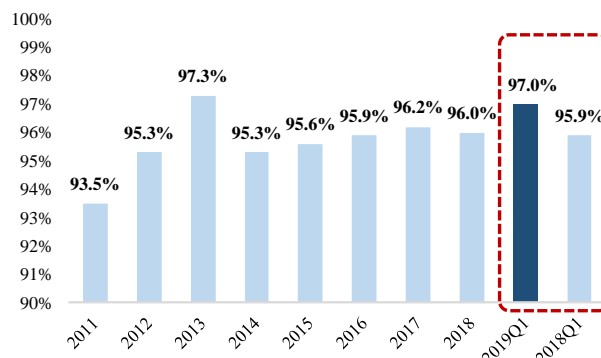
上市财险综合成本率优于行业，但短期内仍有压力。一季度人保、平安的财险综合成本率分别为 98.3%、97.0%，平安同比上升 110BP（人保未披露同比数据），预计平安赔付率保持平稳，除手续费以外的其他费用提高，致综合成本率有所上行；人保财险整体赔付水平保持稳定，但受车险增速放缓影响分母端已赚保费减少，综合成本率预计同比上行。整体而言，上市财险公司的综合成本率仍然优于行业（一季度行业综合成本率 100.1%），但短期内综合成本率改善仍不明显，承保盈利预计仍有压力。

图 17：2008~2019Q1 人保财险综合成本率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 18：2011~2019Q1 平安财险综合成本率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

5. 投资建议

基本面角度，保险一季报表现整体亮眼，负债端新单保费持续改善，一季度 NBV 优于预期，且投资端股市上涨将带动投资收益及盈利爆发，净利润高弹性增长，净资产增长提速。全年而言，上市险企 NBV 有望保持两位数增长，净利润增长也有望延续，内含价值增速有望达 18% 以上。当前时点，货币政策边际宽松预期减弱，对长端利率水

平形成支撑，前期压制保险股估值的因素均边际好转（长端利率企稳、新单持续回暖、投资收益向好三重因素共振），考虑保险板块估值仍然相对较低（板块约0.87x2019P/EV），继续维持保险板块“买入”评级，个股层面重点推荐中国平安、新华保险。

图 19：上市保险公司估值表（股价对应 2019 年 5 月 7 日收盘价）

公司名称	股价	2016	2017	2018	2019E	2020E	2016	2017	2018	2019E	2020E
		EVPS					1Yr VNB				
中国人寿	27.00	23.07	25.97	28.13	33.14	37.94	1.74	2.13	1.75	2.12	2.45
中国平安	78.78	34.88	45.14	54.84	68.77	85.82	2.78	3.68	3.95	4.37	4.94
中国太保	33.23	27.14	31.58	37.09	43.50	50.86	2.10	2.95	2.99	3.08	3.38
新华保险	51.15	41.50	49.20	55.51	66.50	78.53	3.35	3.87	3.91	4.65	5.33
中国太平（港币）	21.45	28.97	34.89	39.95	47.45	55.28	2.54	3.79	3.97	4.54	5.54
		P/EV					VNBX				
中国人寿 A	27.00	1.17	1.04	0.96	0.81	0.71	15.48	12.69	15.41	12.72	11.00
中国平安 A	78.78	2.26	1.75	1.44	1.15	0.92	28.35	21.38	19.92	18.03	15.94
中国太保 A	33.23	1.22	1.05	0.90	0.76	0.65	15.81	11.27	11.10	10.79	9.82
新华保险 A	51.15	1.23	1.04	0.92	0.77	0.65	15.27	13.23	13.07	10.99	9.60
平均		1.47	1.22	1.05	0.87	0.73	18.73	14.64	14.88	13.13	11.59
中国人寿 H	20.10	0.74	0.66	0.61	0.51	0.45	9.77	8.01	9.73	8.03	6.94
中国平安 H	89.20	2.17	1.68	1.38	1.10	0.88	27.22	20.53	19.13	17.31	15.30
中国太保 H	30.05	0.94	0.81	0.69	0.59	0.50	12.13	8.64	8.51	8.27	7.53
新华保险 H	38.80	0.79	0.67	0.59	0.49	0.42	9.82	8.51	8.41	7.07	6.17
中国太平 H	21.45	0.74	0.61	0.54	0.45	0.39	8.44	5.66	5.40	4.72	3.87
平均		1.08	0.88	0.82	0.63	0.53	13.48	10.27	10.24	9.08	7.96
		EPS					BVPS				
中国人寿	27.00	0.68	1.14	0.40	1.10	1.30	10.74	11.35	11.26	13.75	15.61
中国平安	78.78	3.41	4.87	5.88	7.99	10.36	20.98	25.89	30.44	36.36	42.36
中国太保	33.23	1.33	1.62	1.99	2.42	2.85	14.54	15.17	16.51	18.23	20.39
新华保险	51.15	1.58	1.73	2.54	3.19	3.72	18.95	19.81	21.02	24.83	28.78
中国太平（港币）	21.45	1.34	1.71	3.17	4.07	5.07	14.78	17.18	18.19	19.75	20.75
		P/E					P/B				
中国人寿 A	27.00	39.90	23.66	66.97	24.66	20.70	2.51	2.38	2.40	1.96	1.73
中国平安 A	78.78	23.08	16.17	13.41	9.86	7.60	3.76	3.04	2.59	2.17	1.86
中国太保 A	33.23	24.98	20.54	16.71	13.71	11.65	2.29	2.19	2.01	1.82	1.63
新华保险 A	51.15	32.29	29.64	20.14	16.02	13.77	2.70	2.58	2.43	2.06	1.78
平均		30.06	22.50	29.31	16.06	13.43	2.81	2.55	2.36	2.00	1.75
中国人寿 H	20.10	25.19	14.94	42.28	15.57	13.07	1.59	1.50	1.51	1.24	1.09
中国平安 H	89.20	22.16	15.52	12.87	9.47	7.30	3.61	2.92	2.48	2.08	1.79
中国太保 H	30.05	19.15	15.75	12.82	10.51	8.93	1.75	1.68	1.54	1.40	1.25
新华保险 H	38.80	20.77	19.07	12.96	10.31	8.85	1.74	1.66	1.56	1.33	1.14
中国太平 H	21.45	16.01	12.54	6.77	5.27	4.23	1.45	1.25	1.18	1.09	1.03
平均		20.66	15.56	17.54	10.22	8.48	2.03	1.80	1.66	1.43	1.26

数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 风险提示

- 1) **寿险新单保费持续下滑**：如果保障型保单后续销售不力，将影响寿险业务成长预期及 NBV、EV 增速预期；
- 2) **长端利率持续下行**：长端利率下行会导致保险公司利差收窄，影响盈利能力及未来投资收益率。
- 3) **股市波动导致投资收益下滑**：股市波动会对保险公司净利润及 EV 增长造成负面冲击。
- 4) **财产险费用管控成效不及预期**：如果行业继续加大费用投入，可能造成费用率、赔付率双升的情形，影响财产险承保利润率及综合业绩；

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

