



寿险估值提升来源于管理动作不变形和战略的持续稳定  
——2019年保险行业中期投资策略

陆韵婷 中泰证券非银行业分析师

执业证书编号：S0740518090001

中泰证券研究所

2019年6月

中泰证券研究所  
专业|领先|深度|诚信

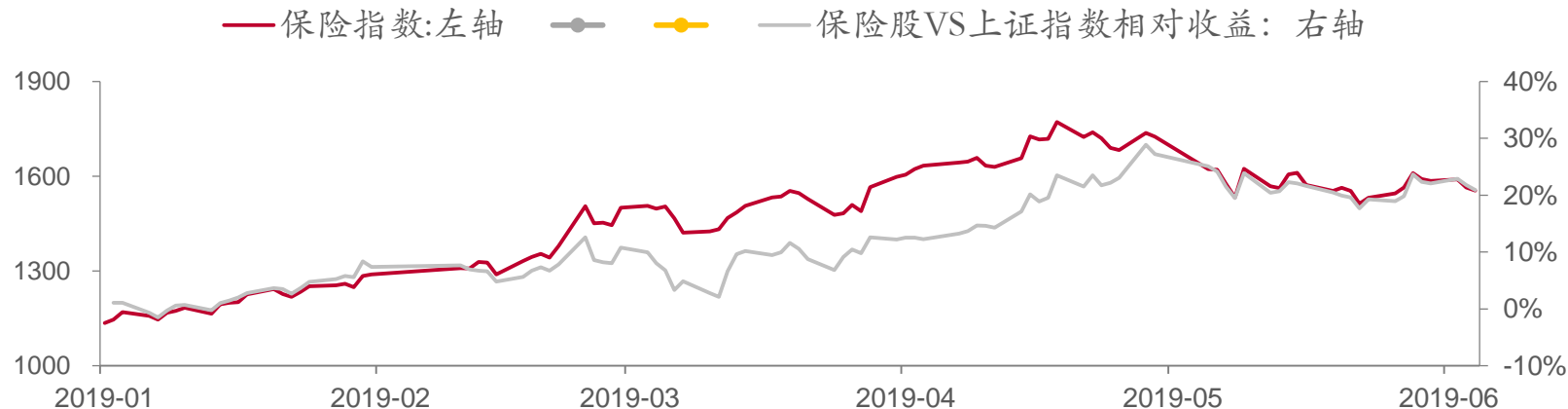
## 1.1 2019年上半年保险行业股价的绝对和相对收益理想

□ 2019年至今保险行业涨幅36.99%，相对大盘超额收益20.93%，位列50个申万二级行业中的第8位，收益情况较为理想。

□ 复盘上半年行业走势，结论如下：

- ✓ 年初至2月末，行业指数跟随风险偏好的修复而上涨，保险行业具有高杠杆性，权益投资和净资产的比重接近1，因此权益资产上涨10%，对应内含价值上涨1.44%-3.08%；
- ✓ 4月起随着社融和经济数据企稳，货币政策边际收紧，长端利率迅速在两周内由3.1%跳升30bp至3.4%，4月中旬保险股相对收益走阔；
- ✓ 基于低基数和产品战略调整影响，大部分保险公司Q1新业务价值显著同比好，（平安6.3%vs 去年同期-7.5%；国寿28.3%；），基本面有支撑，一季报出炉前夕股价涨幅亮眼；

**2019年至今保险行业的绝对和相对收益情况：%**

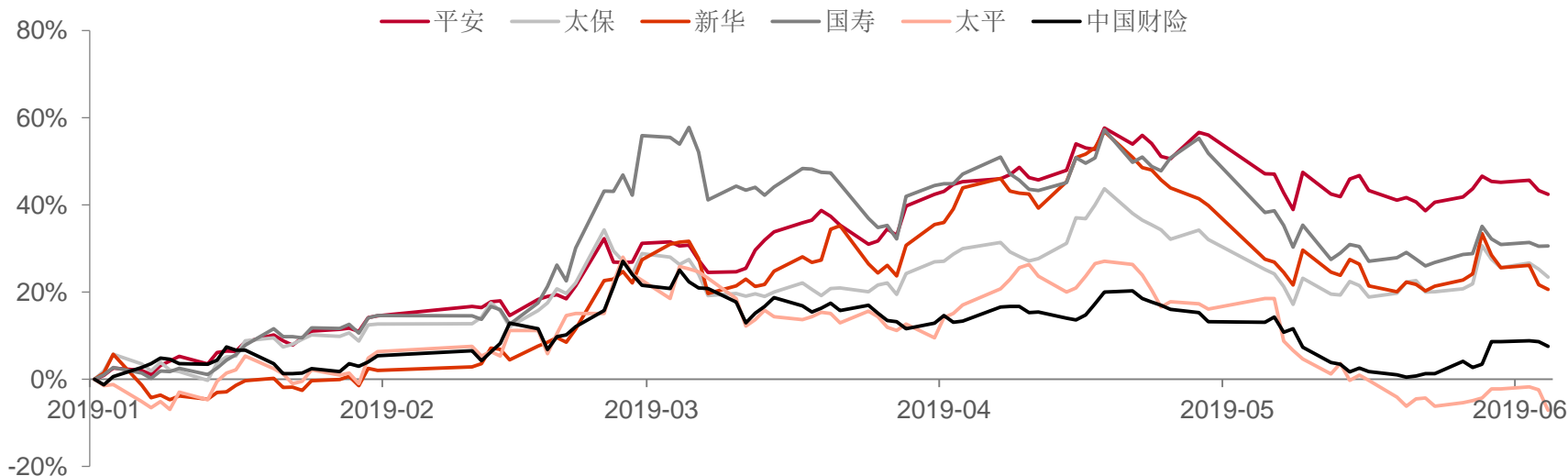


来源：wind, 中泰证券研究所

## 1.2 2019年上半年个股分化严重：管理动作不变形和战略稳定持续是核心

- 年初至今，平安，太保，新华，国寿，太平和中国财险这6大主要标的绝对涨幅分别为 42.46%，23.47%，20.62%，30.63%，-7.12%和7.58%。其中平安在4月末股价达到历史新高的86.84元，而太平股价甚至都未回复至去年11月之前的平台。新华和太保的PEV估值也依然处于历史低位，个股间分化明显。
- 市场对保险股基本面的投资考察重点由短期的保费转化至ROEV的长期稳定性和EV的真实性。背后的原因在于大公司短期运作空间大，但核心能力在于当年业绩达到市场预期的同时，管理动作是否不变形，以及战略是否持续稳定。

2019年至今6大公司股价绝对涨幅：%



来源：wind, 中泰证券研究所

## 2.1 监管利好之一：代理人税负压力大幅减轻，有利于收入提升

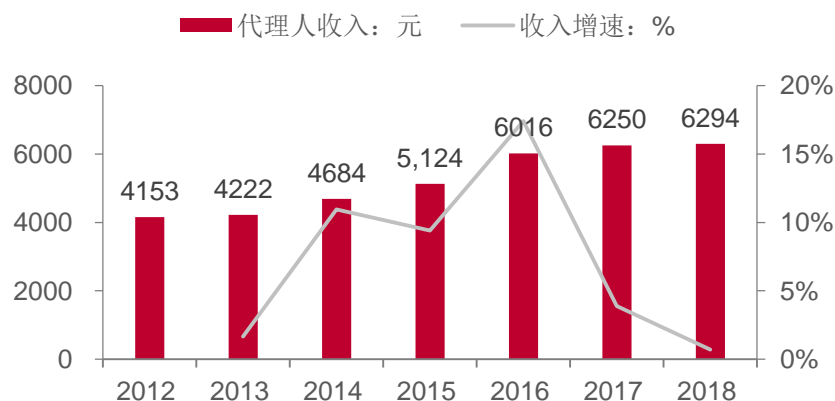
- 保险营销员个人所得税在起征点，超额累计税率和展业成本上有较大调整。2018年12月27日发布的《财政部，税务总局于个人所得税法修改后有关优惠政策衔接问题的通知》对代理人收入影响较大，包括：1) 展业成本和费用发生了变化：过去展业成本为40%，现在为25%；2) 起征点大幅提高：过去有收入就要缴纳所得税，而新税法实施之后保险营销员享受5000元个人所得税起征点待遇；3) 超额累进税率发生变化：新税法累计税率根据应纳税所得额的大小分成了3%-45%区间的7档，过去统一为20%；4) 月收入不足10万元的，免交增值税附加税；
- 新税法下营销员的税负有显著下降。案例一：月佣金收入10000元的营销员税负下降96.9%：在新税法下，月佣金收入10000元的中等收入代理人全年累计应纳税额应该为360元，而过去为11520元。案例二：月平均佣金收入30000元的营销员税负下降58.68%。

### 新税法下代理人边际税率

全月应纳税所得额	税率 (%)
不超过36000元的	3
超过36000元至144000元的部分	10
超过144000元至300000元的部分	20
超过300000元至420000元的部分	25
超过420000元至660000元的部分	30
超过660000元至960000元的部分	35
超过960000元的部分	45

来源：财政部官网, 中泰证券研究所

平安寿险代理人收入情况：元，%



来源：公司年报, 中泰证券研究所

## 2.2 监管利好之二：手续费和佣金支出抵税新政增加保险行业盈利和价值

- 5月29日，财政部联合税务总局共同发布《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》，新规将寿险和财险公司的手续费和佣金支出率抵扣上限从10%和15%统一提升至18%。
- 新规将大幅提升保险公司的盈利和价值创造能力。根据我们的测算，2018年平安，国寿，太保和新华寿险的净利润在新规下将分别增厚90.1，52.8,33.6和17.8亿元，占各自18年净利润的15.4%，46.4%，23.7%和22.5%。若将未来净利润稍微增厚值贴现至当前，预计平安，国寿，太保和新华ev增厚的幅度是10.32%，9.84%，12.01%和9.8%。
- 新规也将有利于健康险等高首年佣金支出险种的顺利转型。

### 抵税新政下寿险公司利润增厚测算：百万元

寿险：百万元	保费收入扣除退保金	手续费和佣金支出	实际佣金支出率	增厚的利润	对18年净利润的增厚比例
平安	450820	83949	18.62%	9016	15.35%
国寿	415794	62705	15.08%	5281	46.35%
太保	192517	32683	16.98%	3358	23.65%
新华	89247	16708	18.72%	1785	22.53%

来源：财政部官网,公司年报,中泰证券研究所

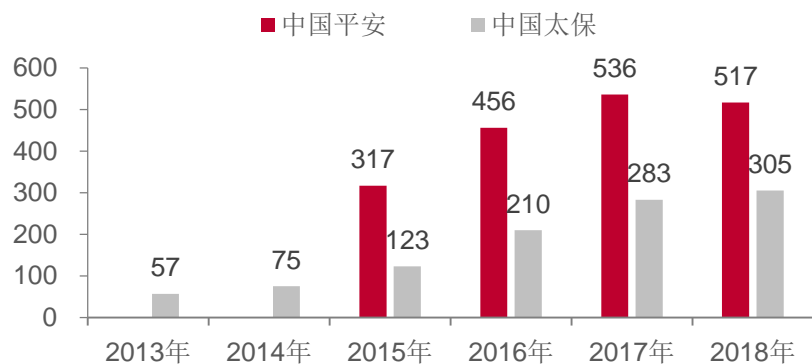
## 2.3 监管驱严：产品设计信披，销售合规，资金运用三管齐飞

- 19年3月，银保监会下发《办公厅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》（32号文），要求保险公司确保其在**中介系统、统信系、保险公司自身人员管理系统以及对外公开披露**这四个方面的从业人员数据基本一致。目的在于落实保险公司对从业人员的管控责任，强化从业人员执业管理，以及防止挂虚假人员套费避税。
- 江苏银保监局下发《**人身险可回溯管理征求意见稿**》，规定自6月1日起，保险销售员、保险经纪人向自然人销售一年期以上，以及连续续保、保证续保的所有人身保险均需双录。
- 5月9日，中国银行保险监督管理委员会财务会计部(偿付能力监管部)主任赵宇龙博士在英国精算师协会2019年亚洲年会上，发表了关于《**偿二代穿透式监管下的保险业资产风险**》的演讲。**详细的介绍了穿透式监管的流程和目前实施情况。**
- 5月23日，银保监会人身险部发布《**关于近期人身保险产品问题的通报**》，对费率厘定，条款表述，产品设计等问题进行回溯，规范人身保险公司产品开发管理行为，防范人身保险产品风险，切实保护保险消费者合法权益。

### 3.1 健康险市场空间依旧充足，当前依旧处于行业发展初期

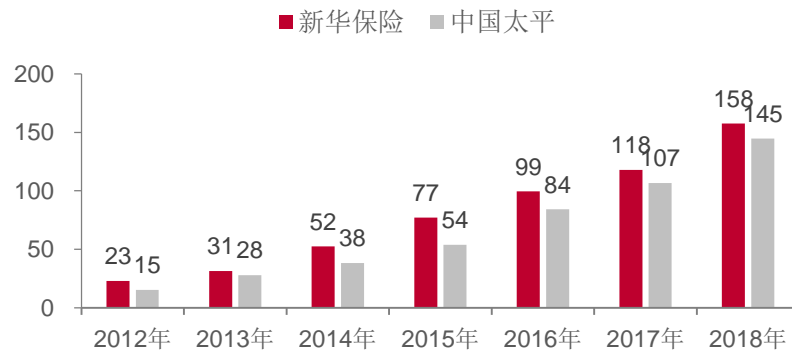
- 当前健康险市场每年消耗客户约2000万人。平安当前重疾险年均体量约360亿元，件均6000元，则对应客户600万人，新华18年重疾险110亿元，件均4500元，则对应客户245万人，太平体量和新华类似，太保去年重疾险约200亿元，件均5000元，对应400万客户，这4家上市公司去年重疾险客户合计1500万，算上国寿和其他公司，预计一年消耗的客户2000万人。
- 当前健康险发展依然处于发展初期。中国当前城镇人口8亿，扣除不符合投保年龄的，无法通过核保的以及低收入者，潜在客户体量预计在2亿人左右，够行业经营至少10年，当前行业全力销售重疾险刚刚处于第3个年头；

长期保障险新单规模：亿元



来源：公司年报，中泰证券研究所

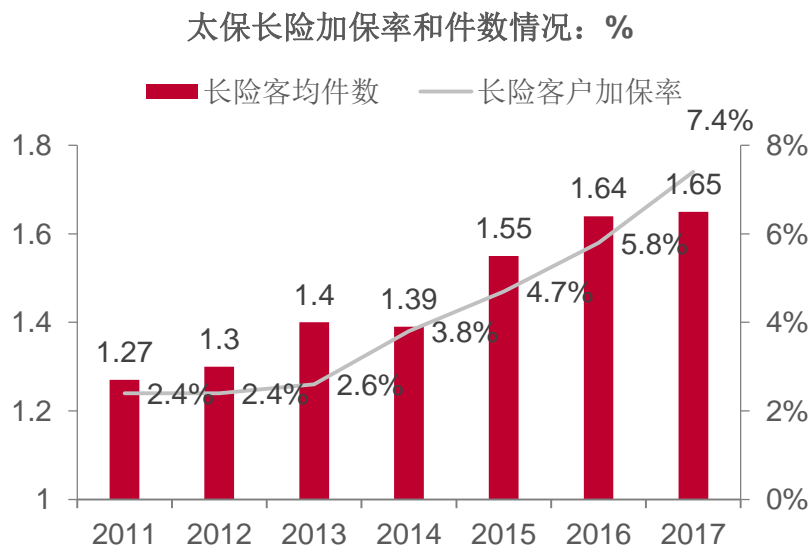
长期保障险新单规模：亿元



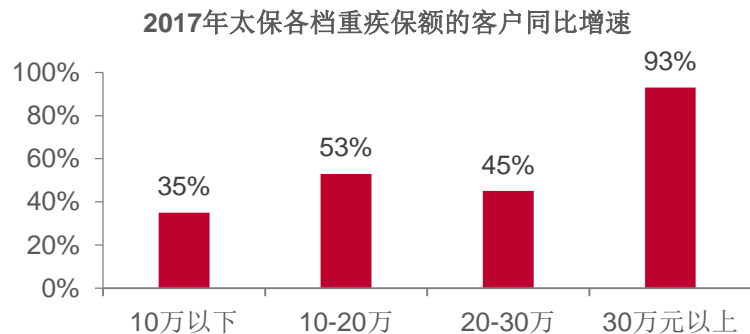
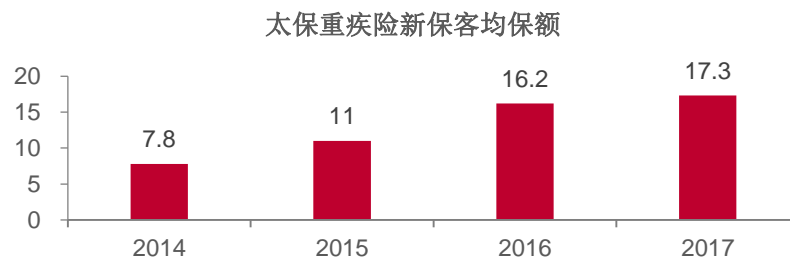
来源：公司年报，中泰证券研究所

## 3.2 健康险销售由粗放向精细化发展会带来短期波动

- 2019年以来上市公司重疾险销售增速略低于预期，我们估计和前期销售粗放，短期激励降低，以及客户固有加保频率有关。
- 2017-2019年上半年，重疾险销售较为粗放，保险公司通过人海战术，降低价格，提高佣金率等短期战术刺激销售。比如太平的龙腾计划使得代理人数量由38.4万激增至50万，2018年4月推出低价值的福禄康瑞1年内销售规模超过110亿元；平安福和新华的健康无忧的首年佣金率均在40%以上。但短期的激励总是暂时的，潮水退去，需要考验代理人挖掘需求的核心能力；
- 老客户加保不应短期预期过高。一方面新客户重疾险件均保额已经达到一定程度，太保和平安分别为17.3万和23万元；另一方面重疾险销售开始才2-3年，老客户加保的时间间隔可能需要更长。



来源：太保公告，中泰证券研究所



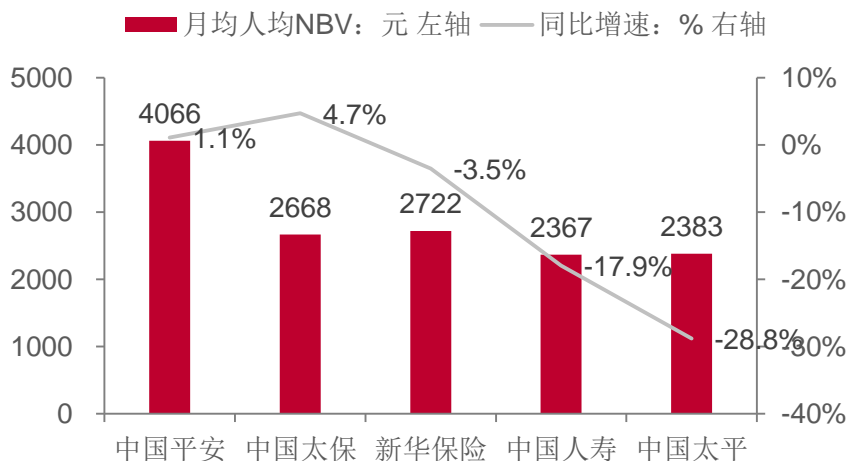
来源：太保公告，中泰证券研究所



### 3.3 代理人销售能力比较：平安人均价值创造能力领先，新华健康险突飞猛进

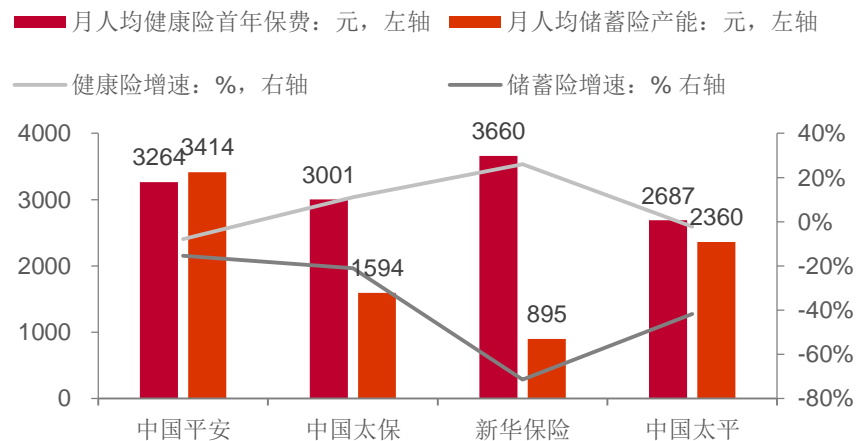
- 平安人均价值创造能力领先。**我们采用月人均新业务价值这个指标来反映各个公司代理人的价值创造能力。平安2018年月人均NBV达到4066元，同比微增1.1%，绝对值上遥遥领先，2013年至今呈现单调递增的良好态势，体现了公司在产品，代理人，精算等方面强大的匹配和调整能力。
- 新华健康险销售能力长足进步。**我们统计了长期保障险和储蓄险的月人均产能情况，窥见各公司在客户区位，代理人销售能力和产品战略的变化。新华代理人“偏科”，强健康险弱储蓄险。新华保险2018年月人均健康险的产能达到了3660元，同比大幅增加25.96%，甚至超过了平安3264元的保障险月均产能，显示出过去3年转型成效。

2018年上市公司月人均NBV比较：元，%



来源：公司年报，中泰证券研究所

2018年各险种人均产能比较：元，%

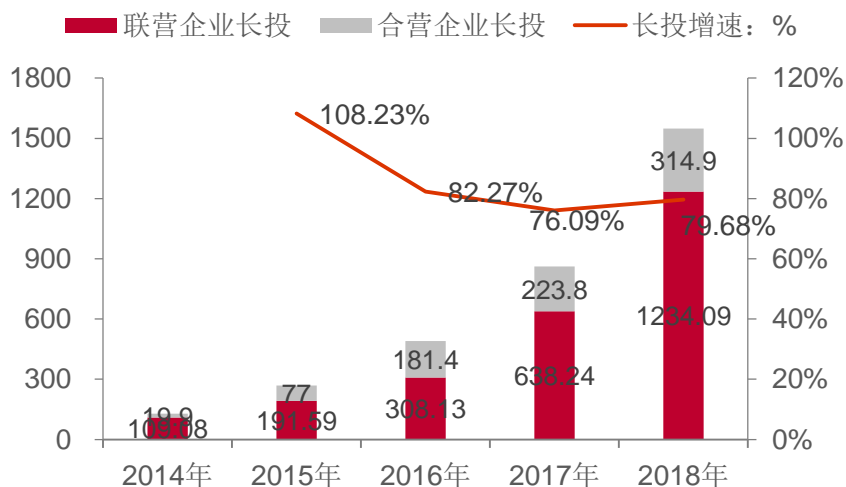


来源：公司年报，中泰证券研究所

## 4.1 保险公司投资端长期股权投资规模和占比显著提升：以平安为例

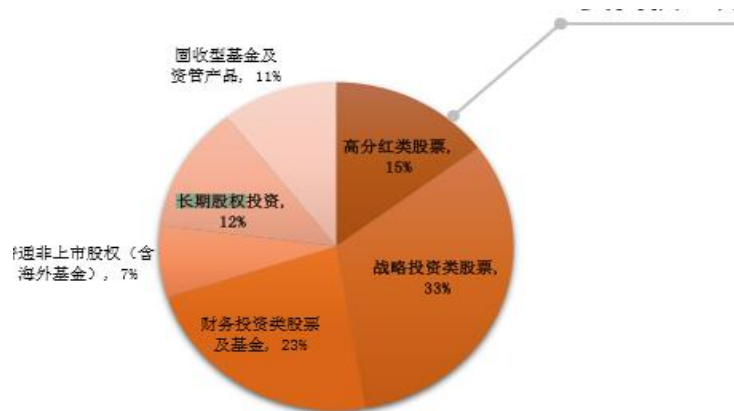
- 截止2018年末，平安的长期股权投资规模达到1549亿元，5年复合增速达到53.56%，占总资产的比重由2014年的0.32%提升至18年的2.17%。长期股权投资又以联营企业为主。
- 落实在保险资金层面，2018年末平安长期股权投资规模达到932亿元，较IFRS9实施前一年的584亿元同比增加59.6%，占2.8万亿可投资资产的比重达到3.34%，同比提升0.95pct。长期股权投资占平安保险资金中股权投向12%的比重。

平安集团长期股权投资情况：亿元，%



来源：wind, 中泰证券研究所

平安保险资金长期股权投资情况：%



来源：2018年平安投资者开放日, 中泰证券研究所

## 4.2 长期股权投资贡献稳定利润，内部孵化外部协同共举

- 长期股权投资对平安投资收益贡献分为三部分，第一部分是以前成本法计量的长期股权投资资产的分红收入，第二部分是长投的处置收益，第三部分是权益法下被投资标的当年净利润乘以平安持股比例而得到的收益。2018年平安集团持有的长期股权投资的利润贡献达到了204亿元。
- 平安的长期股权投资标的分为两大类，第一类是内部孵化，之后不断对外募资的医疗金融类科技企业，包括陆金所，好医生，医保科技和一账通，后三者均是在2017年才正式计入长期股权投资科目，第二类是平安通过配股，定增和二级市场等方式向外投资形成的长期股权标的，金额较大的包括京沪高铁，旭辉股份，长江电力，中药控股和华夏幸福，其中后四者均为近两年所投出。平安对外长期股权投资的特点是契合集团战略，以金融、医药、不动产等行业为主。

平安近年来外部长期股权投资情况：亿元，%

外部财务性长期股权投资	年末净额	股权占比	入账年份	获取方式
京沪高铁	63	39.19%	2007年	
众安	15.85	10.21%	2016年	
金证科技	9.1	6.00%	2016年	
旭辉股份	33.1	9.56%	2017年	定增
长江电力	142.31	4.47%	2018年	二级市场买入
中药控股	22.55	11.94%	2018年	配股
华夏幸福	262.33	19.73%	2018年	股权转让
合计	548.24	16.57%		

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 5. 投资建议和风险提示

□ 我们对中报和全年的新业务价值增长，全年内含价值增长给出下列预测：

	平安	太保	新华	国寿	太平(H股)
中报NBV增速预测	4%	-10%	-2%	5%	0%
全年NBV增速预测	7%	2%	6%	8%	5%
全年EV增速预测	22.2%	17.7%	19.8%	17.6%	18.40%
当前估值	1.16	0.77	0.74	0.79	0.41

来源：公司公告, wind, 中泰证券研究所

- **投资建议：** 1) 首选高ROEV和剩余边际的中国平安，尽管今年其NBV增长面临较大压力，但产品和销售政策依然较为克制，走可持续发展道路；2) 新华保险健康险销售技能大幅改善，维持买入评级；3) 太平虽然短时间需要战术软着陆（福禄康瑞的高价值对代理人销售技能的培养并不是好事），但方向正确，0.41倍的估值严重低估，维持买入评级；4) 中国财险将持续的受益于抵税上限的上调，全年的综合成本率将在已赚保费形成率上升的趋势下企稳回落，估值和roe错位，维持买入评级；
- **风险提示：** 健康险新单销售增速大幅减缓，长端利率快速走低，权益市场大幅波动，监管政策收紧等

## 重要声明

■中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

■本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

■市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

■投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

■本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。