

减税新政即将兑现，净利润将高速增长

——保险行业 2019 年中期策略报告

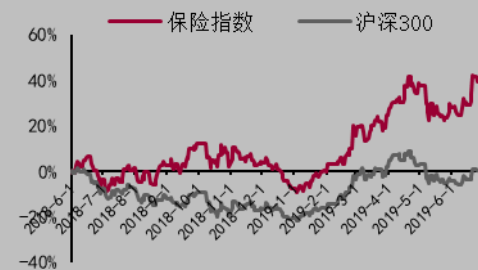
强于大市（维持）

日期：2019 年 06 月 27 日

投资要点：

- **业务：**二季度开始产品销售情况回归常态，下半年寿险代理人有望稳健增长，全年实现增速触底反弹，而高价值产能个险队伍将是寿险公司队伍建设的重心；储蓄型业务下半年难现高增长，保障型业务有望持续较快增长，行业全年新单期交仍然有望实现两位数增长；财险方面，保源增速放缓+费改影响持续，车险市场仍难言乐观，下半年财险行业保费增速可能降至个位数，维持全年保费增速 6%-10% 的判断。
- **投资：**利率方面，当前全球经济增长承压，多国央行启动降息，美联储的降息倾向也越来越强，我国经济下行压力也仍然存在，未来利率有下行压力，但下降空间有限，对险企投资端短期影响较小；权益方面，上半年股市大幅回暖，截至 6 月 25 日，沪深 300 指数年累计上涨 26.3%，下半年只要不出现大幅下跌，全年投资收益率将有明显回升；准备金折现率方面，下半年仍将保持上行趋势，全年预计上行 10bp 左右，增加寿险公司利润，但由于上行幅度无明显扩大对利润增速贡献有限。
- **价值：**下半年新业务价值总体增速将保持平稳，全年来看，由于业务节奏的差异增速将有所分化，预计国寿将保持两位数增长，平安、新华稳健增长，太保因 2018 年收官阶段的高基数使得新业务价值有一定增长压力，内含价值和剩余边际将保持中高速增长，主要寿险公司营运利润有望取得较快增速；财险综合成本率上行，承保盈利难度加大，但股市回暖和减税新政将使得 2019 年 ROE 大幅回升；减税新政将在中报开始兑现，所得税将明显下降，主要上市险企净利润有望高速增长。
- **投资建议：**上半年业务复苏与权益市场转好带动保险股表现亮眼，且相对收益明显，预计下半年业务端保持平稳，内含价值、剩余边际等长期价值指标仍将维持中高速增长，减税新政的影响即将在中报开始兑现，净利润有望高速增长。从估值指标（PEV/PB/PE）看，目前保险股整体估值处于合理区间，只要利率不出现超预期下行，估值有望持续提升，维持保险行业“强于大市”评级，继续推荐保障型业务转型较好的纯寿险标的以及低估值综合保险集团。
- **风险提示：**规模人力大幅下降、保障型业务销售不及预期、权益市场大幅下跌、利率下行超预期、系统性风险

保险指数相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019 年 06 月 25 日

相关研究

万联证券研究所 20181220_行业研究报告_AAA_保险行业 2019 年度策略报告

分析师：缴文超

执业证书编号：S0270518030001

电话：010-56508503

邮箱：jiaowc@wlzq.com

研究助理：喻刚

电话：010-56508503

邮箱：yugang@wlzq.com.cn

分析师：张译从

执业证书编号：S0270518090001

电话：010-56508503

邮箱：zhangyc1@wlzq.com

研究助理：孔文彬

电话：021-60883489

邮箱：kongwb@wlzq.com.cn

目录

| | |
|---|----|
| 1、一图看懂保险公司经营逻辑..... | 4 |
| 1.1 寿险公司：业务+投资+价值..... | 4 |
| 1.2 财险公司：承保+投资..... | 5 |
| 2、业务：寿险代理人有望企稳回升，财险增速可能降至个位数..... | 6 |
| 2.1 我国保险市场潜力巨大，长期来看保障+储蓄双轮驱动..... | 6 |
| 2.2 下半年寿险人力有望企稳回升，价值产能提升是关键..... | 7 |
| 2.3 保障型业务较快增长+储蓄型业务增速改善，寿险新单期交全年仍有望两位数增长..... | 8 |
| 2.4 车险保费增速将继续低位，下半年财险保费增速可能降至个位数..... | 10 |
| 2.5 保源增速放缓+费改影响持续，车险市场仍难言乐观..... | 10 |
| 2.6 费用率短期得到控制，但赔付率可能走高，车险承保盈利仍有压力..... | 11 |
| 3、投资：下半年利率或震荡下行，权益市场全年表现值得期待..... | 12 |
| 3.1 行业投资资产有望两位数增长，大类资产配置仍将保持稳健..... | 12 |
| 3.2 下半年利率或震荡下行，权益市场全年表现值得期待..... | 13 |
| 3.3 准备金折现率下半年仍将继续上行，增加利润但对增速贡献有限..... | 14 |
| 4、价值：新业务价值增速回暖得到验证，剩余边际、内含价值保持较快增长，减税新政有望大幅提升险企 2019 年盈利..... | 15 |
| 4.1 新业务价值增速回暖得到验证，下半年将整体保持平稳..... | 15 |
| 4.2 内含价值增速将明显回升，剩余边际保持中高速增长提升持续盈利能力..... | 15 |
| 4.3 上市寿险公司修正负债成本较低，营运利润将保持较快增长..... | 16 |
| 4.4 综合成本率上行压力较大，财险利润仍主要依赖投资收益，但 2019 年 ROE 将大幅回升..... | 17 |
| 4.5 减税新政落地叠加投资端显著改善，上市险企 2019 年净利润有望高速增长..... | 18 |
| 5、现金流与偿付能力：寿险财险现金流分化，偿付能力仍将保持高位..... | 19 |
| 5.1 行业现金流总体企稳，寿险改善财险承压..... | 19 |
| 5.2 行业偿付能力保持充足，预计下半年总体保持平稳..... | 21 |
| 6、投资建议..... | 22 |
| 6.1 2019 年上半年保险股表现亮眼，前 5 月相对收益 17.9%..... | 22 |
| 6.2 减税效应即将兑现，当前估值仍然较低，维持保险行业“强于大市”评级..... | 23 |
| 7、风险提示..... | 24 |
| 图表 1：寿险公司经营逻辑..... | 4 |
| 图表 2：财险公司经营逻辑..... | 5 |
| 图表 3：2017 年亚洲经济体保险密度及保险深度（美元）..... | 6 |
| 图表 4：我国保险密度及保险深度（元）..... | 6 |
| 图表 5：中国与美国保险支出系数（保险密度/人均可支配收入）情况..... | 7 |
| 图表 6：我国保险行业营销员数量及增速（万人）..... | 7 |
| 图表 7：主要寿险公司个险渠道平均人力增速..... | 7 |
| 图表 8：主要寿险公司个险队伍月人均价值产能（元/人/月）..... | 8 |
| 图表 9：寿险行业新单期交增速与规模人力增速..... | 9 |
| 图表 10：主要理财产品收益率情况..... | 9 |
| 图表 11：财险原保费收入及增速（亿元）..... | 10 |
| 图表 12：车险与非车险保费收入及增速（亿元）..... | 10 |

| | |
|---|----|
| 图表 13: 我国汽车保有量及增速 (万辆) | 11 |
| 图表 14: 我国汽车销量及增速 (万辆) | 11 |
| 图表 15: 三次费改自主核保系数与自主渠道系数变动情况 | 11 |
| 图表 16: 主要财险公司综合成本率 | 12 |
| 图表 17: 保险资金运用余额及增速 | 13 |
| 图表 18: 保险资金运用配置情况 | 13 |
| 图表 19: 国债到期收益率变化情况 | 14 |
| 图表 20: 750 日移动平均国债收益率变化情况 | 14 |
| 图表 21: 保险合同准备金计量基准 (10 年) 变化情况 | 14 |
| 图表 22: 主要寿险公司新业务价值增速 | 15 |
| 图表 23: 主要寿险公司内含价值增速 | 16 |
| 图表 24: 主要寿险公司剩余边际 | 16 |
| 图表 25: 主要寿险公司修正负债成本 | 16 |
| 图表 26: 主要财险公司 2018 税前利润结构 (亿元) | 17 |
| 图表 27: 主要财险公司 ROE | 18 |
| 图表 28: 主要上市险企 2019 年净利润预测 (亿元) | 19 |
| 图表 29: 保险行业总资产及增速 (万亿) | 20 |
| 图表 30: 主要上市保险公司经营现金流和占保费收入比例 (亿元) | 20 |
| 图表 31: 主要寿险公司综合偿付能力充足率 | 21 |
| 图表 32: 主要寿险公司核心偿付能力充足率 | 21 |
| 图表 33: 主要财险公司综合偿付能力充足率 | 22 |
| 图表 34: 主要财险公司核心偿付能力充足率 | 22 |
| 图表 35: 2018 年以来保险指数、沪深 300 指数、国债收益率走势 | 23 |
| 图表 36: A 股主要上市险企 2014 年以来静态 PEV 估值水平 | 24 |
| 图表 37: A 股主要上市险企 2014 年以来静态 PB 估值水平 | 24 |

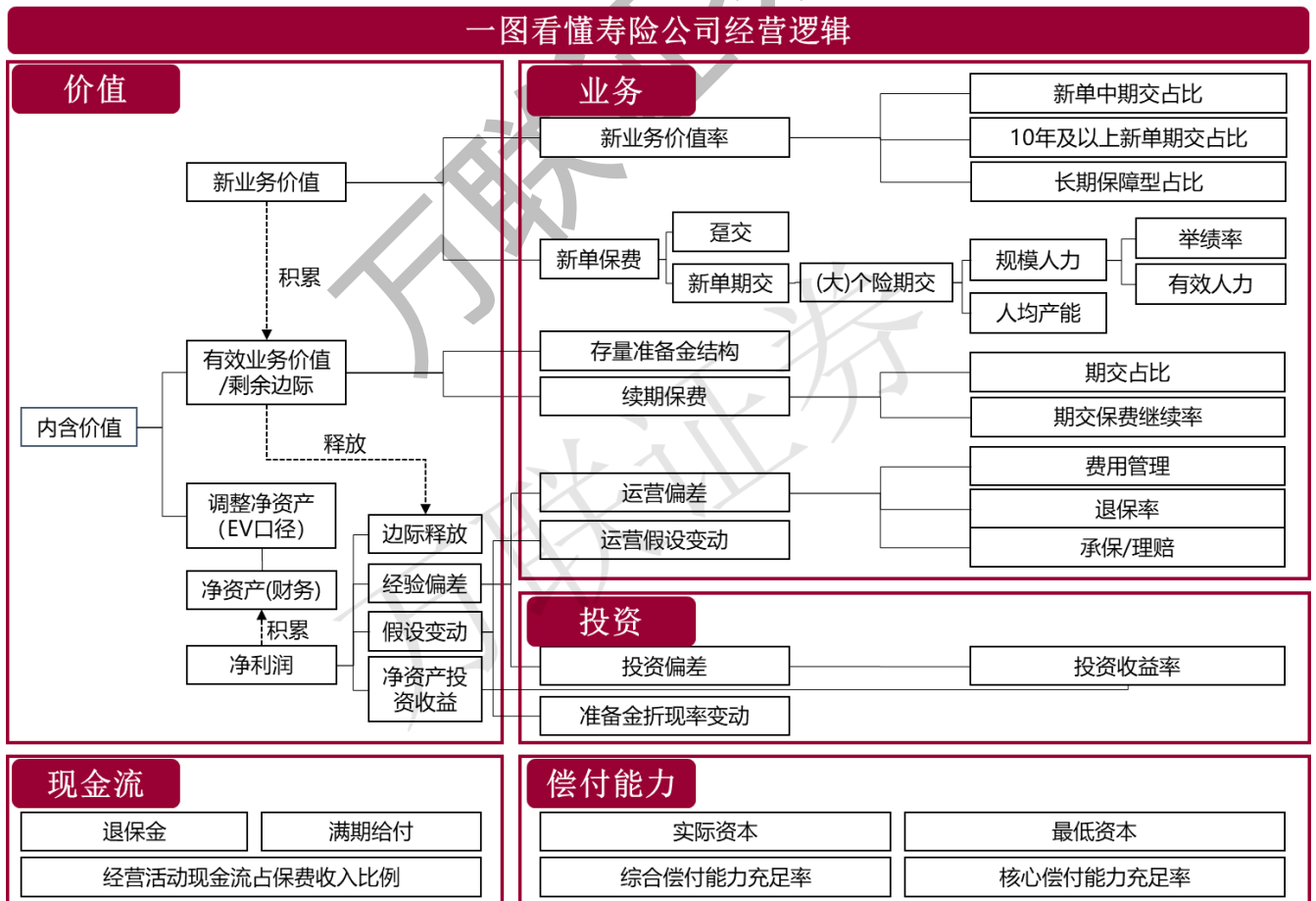
1、一图看懂保险公司经营逻辑

1.1 寿险公司：业务+投资+价值

保险公司的经营逻辑是金融业中相对最为复杂的，特别是寿险公司，其长期寿险产品的缴费期限一般远低于保险期限，导致其财务报表保费收入中有很很大一部分是对未来各项支出的准备，因此需要计提准备金。由于保费收入不能在当期完全确认，以及准备金计算的复杂性，使得寿险公司的财务报表可读性相对较差，同时由于各家公司经营差异导致精算评估假设也存在一些差异，横向比较也存在一定难度。

为更好的看懂寿险公司经营逻辑，我们基于在保险公司精算评估、产品市场、风险管理、运营管理、战略规划、经营分析等领域长期以来的实务经验，以及对保险公司估值体系和方法的研究，试图用一张图绘制出寿险公司的经营全貌。

图表1：寿险公司经营逻辑



资料来源：万联证券研究所

在研究过程中，我们从价值类、业务类、投资类、现金流和偿付能力类等公开披露数据出发，既包括了人力、产能、保费结构等业务指标，也涵盖了保费继续率、退保率、费用管理等经营指标，同时还囊括了内含价值、财务报表、偿付能力等不同的评估准则，另外还加入了一些我们认为能够有助于理解寿险公司经营逻辑的指标，然后我们以内含价值为核心目标（目前寿险公司估值主要采用PEV估值法），按照价值创造的驱动链条，通过对数十个关键指标的梳理，找出指标间存在的逻辑关系，绘制出了基于业务、投资、价值、现金流和偿付能力五大模块的寿险经营逻辑

图，核心逻辑如下：

- 内含价值的持续增长来源于新业务价值的不断积累，剩余边际释放是净利润的重要稳定来源
- 大个险期交是寿险公司的核心价值来源，新单期交增速与队伍成长息息相关
- 长期投资能力是寿险公司估值的重要支撑，短期投资和利率波动影响当期利润
- 现金流和偿付能力是寿险公司持续健康经营不可逾越的红线

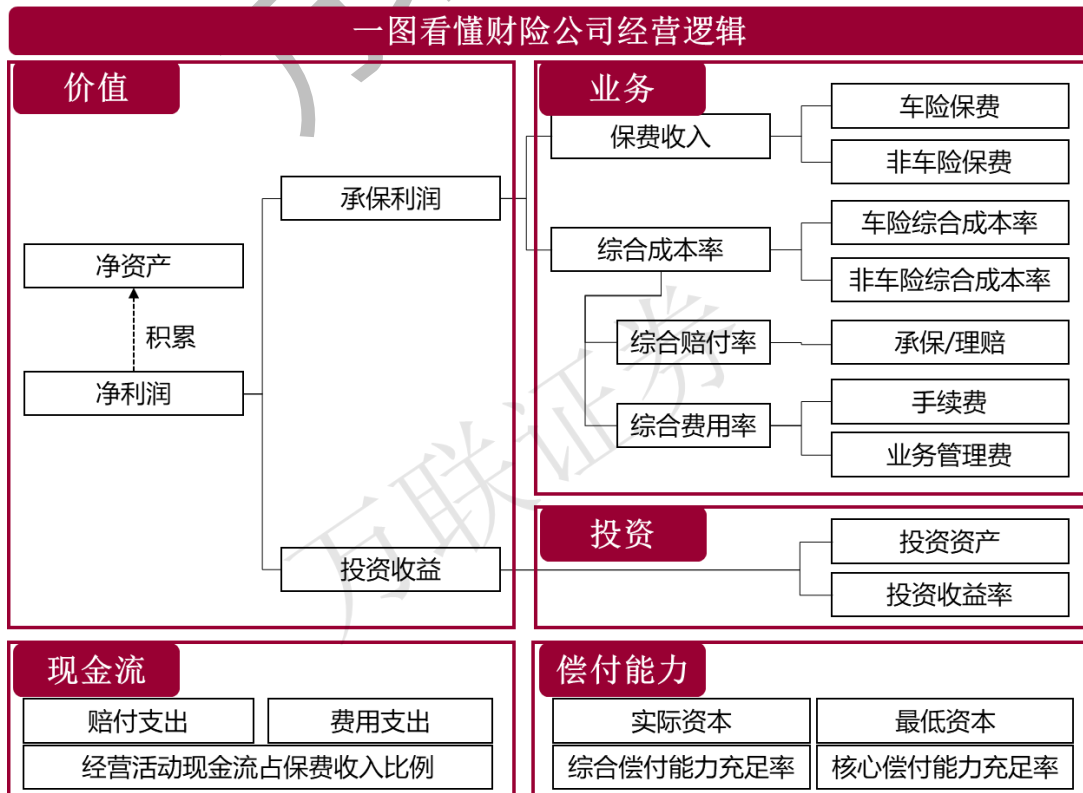
1.2 财险公司：承保+投资

由于财险业务都是短期险业务，其经营结果都会在一年的内体现出来，虽然计提准备金过程也比较复杂，但由于期限较短，相对来说比寿险公司要更容易理解。

财险公司的盈利能力主要从承保端和投资端两方面出发，税前利润主要为承保利润与投资收益之和：

- 承保利润=已赚保费*综合成本率，财险公司的保费收入主要分为车险和非车险，其中车险是核心业务，保费贡献度基本保持在70%以上；
- 投资收益=投资资产*投资收益率，由于财险公司的资金成本为零（财险产品定价不考虑利率成本），通过资产的不断积累，投资资产越来越大，杠杆效应使得财险公司的投资收益对利润形成很大贡献。

图表2：财险公司经营逻辑



资料来源：万联证券研究所

与寿险公司类似，我们也从价值类、业务类、投资类、现金流和偿付能力类等公开披露数据出发，包括了保费、综合成本率、费用、投资收益、净利润、现金流与偿付能力等相关指标，然后我们以净资产为核心目标（因为财险公司估值主要采用PB估值法），按照利润驱动链条，梳理指标间存在的逻辑关系，绘制出了基于业务、投

资、价值、现金流和偿付能力五大模块的财险经营逻辑图，核心逻辑如下：

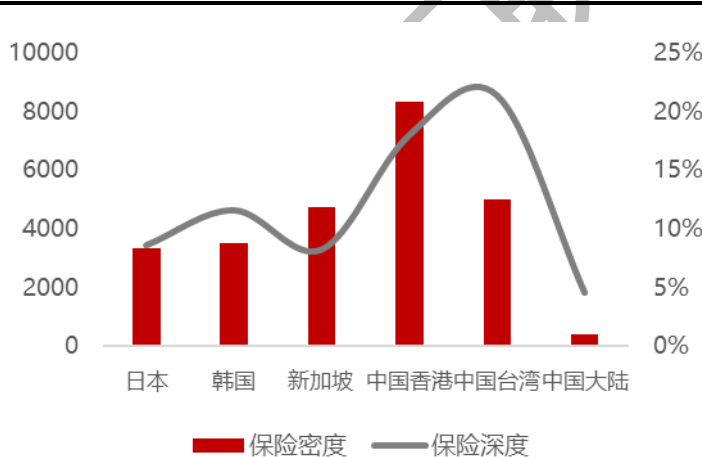
- 利润由承保和投资双轮驱动，承保端决定财险公司的估值基础，投资端决定财险公司估值高度
- 现金流和偿付能力也是财险公司持续健康经营不可逾越的红线

2、业务：寿险代理人有望企稳回升，财险增速可能降至个位数

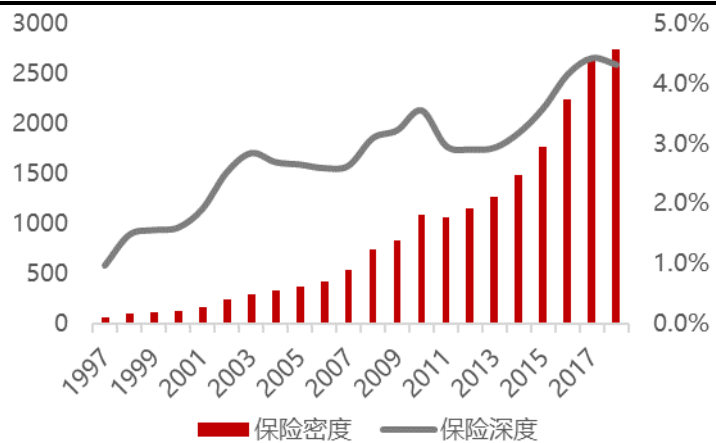
2.1 我国保险市场潜力巨大，长期来看保障+储蓄双轮驱动

我国保险市场发展水平与亚洲主要经济体存在差距明显，远期市场潜力巨大。近年来，我国保险深度与保险密度有了较大程度的提升，但是与亚洲主要经济体相比仍有较大差距，远期市场潜力巨大。瑞再数据显示，2017年我国大陆地区保险密度为384美元，保险深度4.57%，虽然保险密度和保险深度整体呈上升趋势，但仍显著落后于日本、韩国、新加坡和我国香港和台湾地区。2018年我国保险密度及保险深度达到2734元/4.31%，并随着经济不断发展，居民的保险意识进一步加强、可支配收入的不断提高，保险保障需求将持续释放，未来我国保险深度及保险密度将继续提升。

图表3：2017年亚洲经济体保险密度及保险深度（美元）



图表4：我国保险密度及保险深度（元）



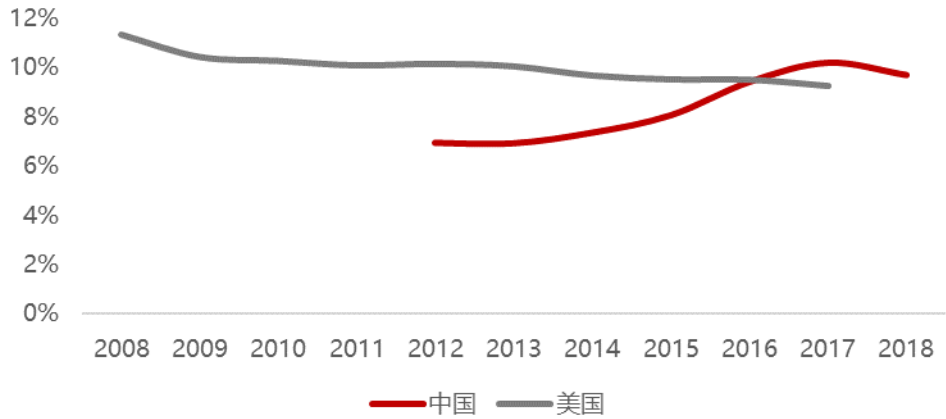
资料来源：瑞再、万联证券研究所

资料来源：wind、万联证券研究所

保障+储蓄双轮驱动，长周期看储蓄型业务仍是保费增长的重要动力。保障型产品和储蓄型产品是寿险公司目前销售产品的两大方向，共同促进行业保费收入不断增长。一方面，保障型产品是行业近几年回归保障背景下的主要发展方向，其更依赖于死差和费差长期稳定贡献利润，有助于险企降低利差依赖和资本市场相关性，能够推动险企更加稳健的经营。特别是2018年行业开门红受宏观环境和严监管影响销售不及预期以来，各家保险公司纷纷调整战略及产品定位，加大保障型产品投放和销售力度，促进业务结构回归保障。另一方面，我们认为长期来看储蓄型业务仍然是保险公司保费增长的重要动力。基于我们提出的“保险支出系数”概念（等于保险密度/人均可支配收入），用于衡量居民所负担的人均保费情况。经过过去几年的快速提升，2017年我国保险支出系数已经超过美国，2018年小幅降至9.7%，说明从增量角度看，我国人均保费负担并不低，单纯靠人均收入的增加难以促进行业规模高速增长，而随着我国人口老龄化问题日益严峻，养老保障需求将有望加速释

放，因此面向存量居民财富的储蓄型业务仍然是未来很长时间内驱动保险行业增长的重要因素，虽然近两年受宏观环境和严监管影响销售不理想，但周期性的波动不改长期趋势。

图表5：中国与美国保险支出系数（保险密度/人均可支配收入）情况

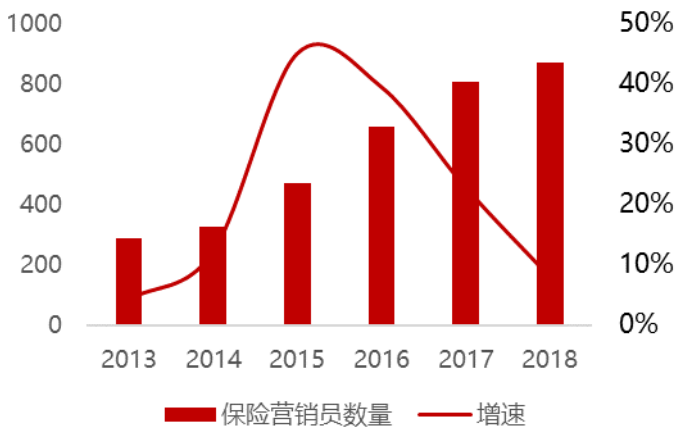


资料来源：wind、万联证券研究所

2.2 下半年寿险人力有望企稳回升，价值产能提升是关键

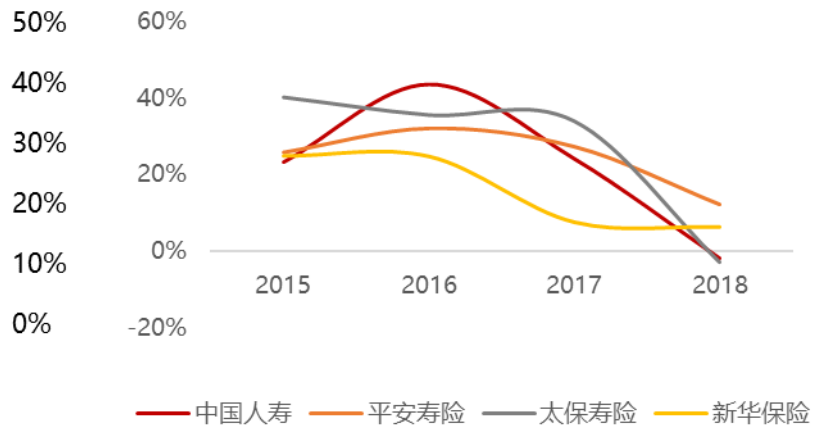
寿险代理人高增长时代结束，但2019年下半年寿险人力有望企稳回升。2015-2017年行业代理人规模持续上升，年均增长率达35.7%，但2017年开始人力增速有所放缓，2018年受利率高位及严监管影响，主要寿险公司的代理人数量整体小幅负增长，其中平安新华实现正增长，国寿、太保同比有所下降，代理人高增长时代已经结束。进入2019年，国寿因开门红情况较好实现队伍增速反弹，平安由于调整业务结构等原因导致一季度代理人队伍环比下降7.5%，但随着二季度产品销售情况回归常态、险企加强代理人培训以及宏观经济下行导致就业压力加大都会有利于提升代理人数量及留存率，下半年寿险代理人有望稳健增长，全年实现增速触底反弹，行业整体有望达到5%-10%左右增长。

图表6：我国保险行业营销员数量及增速（万人）



资料来源：银保监会、万联证券研究所

图表7：主要寿险公司个险渠道平均人力增速

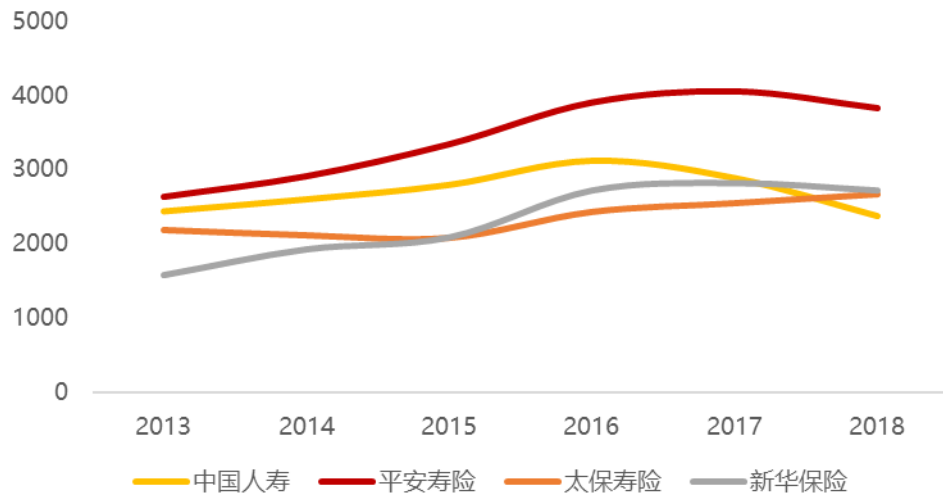


资料来源：公司公告、万联证券研究所

高价值产能个险队伍将是寿险公司队伍建设的重心。此前我们在专题报告《从代理人价值产能看寿险业可持续发展——保险行业专题研究之三》中研究了寿险公司个

险队伍发展路径，四大上市寿险公司均追求“量”与“质”的提升，但实施路径有所不同。平安作为最早进行代理人队伍转型的公司，早在2010年提出“健康人海”发展模式，由扩大人力规模向增强人力价值转型，强化代理人队伍的价值管理，推动队伍质量的稳步提升。此后不断强化价值经营的核心地位，借助科技手段进一步实现代理人新业务价值产能的进一步提升。得益于较早的对于转型优势，平安寿险的代理人价值产能最高，基本保持正增长，从2013年的2626元提升至2017年的4058元，2018年为3829元，领先优势较大。新华保险一直坚持代理人队伍的质量建设，在2014年优化升级队伍结构，推动有效人力及绩优人力的不断发展并于2015年提出深化“健康人海”转型。此外，提出“两高”、“三高”队伍建设，实施“高中层稳定，底层适度流动”的发展策略，强化代理人的留存及销售能力。并在2018年上半年，提出“保费=规模人力*举绩率*人均件数*件均保费”的发展策略，稳步提高代理人队伍的销售能力。其价值产能基本保持稳步上升的趋势，2013年为1583元，落后同业较多，之后逐年提升，2013-2017年年均提升10%，2017年达到2821元，2018年为2722元，已经超过国寿和太保。太保寿险在2016年开始强化提升代理人价值产能，聚焦代理人的价值增长，强化代理人渠道健康人力及绩优人力的占比。2017年提出“转型2.0”策略，提出个险代理人渠道由人力增长转向人均产能的提升。2013-2015年价值产能保持稳定，2016年开始有所提升，2017年升至2548元，2018年为2668元。中国人寿在代理人转型方面坚持稳中求进，代理人价值产能总体保持稳定，2017年开始受到行业宏观环境及代理人规模较大的影响，代理人价值产能有所下降，2018年降至2367元，随着重振国寿战略逐步推进，其个险渠道未来将力争实现由规模驱动向质量驱动转型。从2019年一季度情况看，国寿和平安寿险个险队伍的价值产能均有提升，展望全年，我们预计上市险企的代理人价值产能将保持维持正增长趋势。

图表8：主要寿险公司个险队伍月人均价值产能（元/人/月）



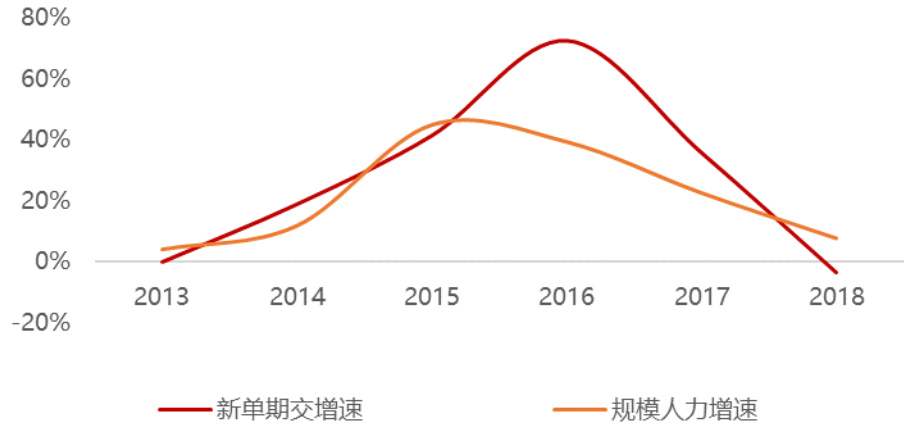
资料来源：公司公告、万联证券研究所

2.3 保障型业务较快增长+储蓄型业务增速改善，寿险新单期交全年仍有望两位数增长

从人力与产能角度看，寿险新单期交增长主要由人力驱动，人力增速企稳促进新单期交增速提升。2015-2017年，寿险行业新单期交实现高速增长，主要由规模人力快速增长（45%/39.5%/ 22.8%）驱动，这一特点在个险渠道更为明显。受134号文的影响，寿险行业短期内面临产品结构调整问题，及由此带来的新单保费收入增速特

别是新单期交增速下降现象。2018年受人力增速继续下滑影响，寿险行业新单期交同比下降3.4%。进入2019年，虽然上半年人力增速改善并不明显，但随着下半年人力规模稳健增长、产能改善，全年新单期交仍然有望实现两位数增长，我们预计在10%-15%左右。

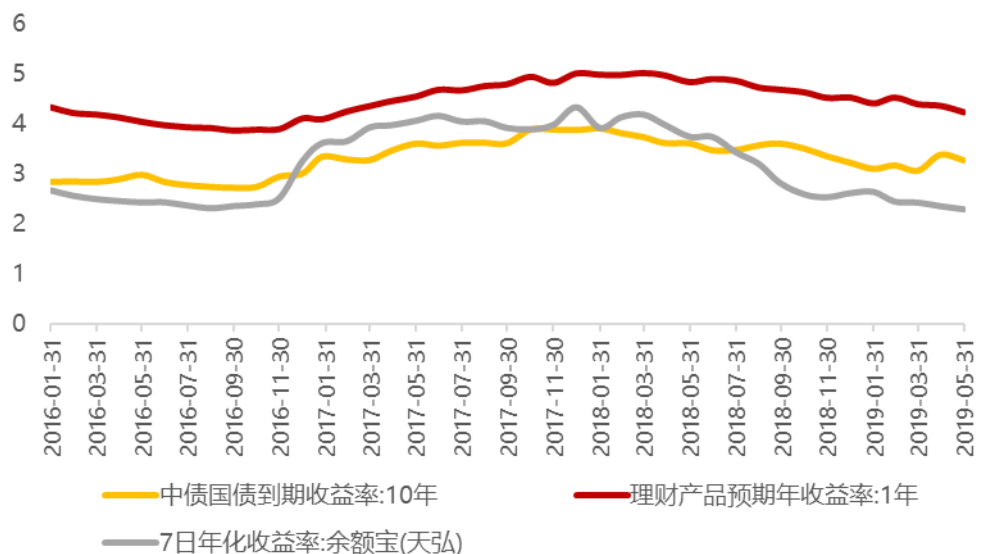
图表9：寿险行业新单期交增速与规模人力增速



资料来源：银保监会、万联证券研究所

储蓄型业务销售环境仍在好转，但下半年难现高增长。2017-2018年理财产品的收益率高企，对储蓄型产品的销售产生了一定冲击。进入2019年，10年期国债利率在3%-3.5%区间震荡，余额宝等理财产品收益率有小幅下行，保险产品的收益率竞争力有所提升，但一年期银行理财收益率仍在4%以上，储蓄型产品销售压力仍在。上半年，国寿开门红期间推出收益率相对较高的储蓄型产品，新单销量较好，但平安、太保等公司坚持结构调整、转型保障，并未大量投放此类产品，二季度开始，主要寿险公司转向保障型产品销售，储蓄型产品的销售环境虽有好转，但下半年的销售重心是长期保障型业务，因此难以出现大幅增长的情况。

图表10：主要理财产品收益率情况



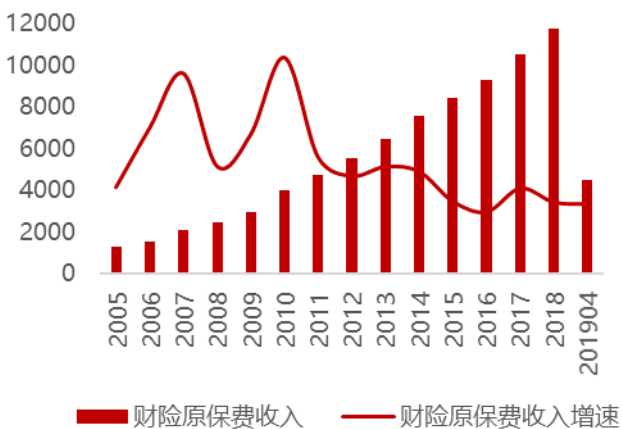
资料来源：wind、万联证券研究所

需求偏刚性的保障型业务有望持续较快增长，长期发展空间较大。2018年健康险保费呈现前低后高趋势，年累计增速从1月的-17.0%升至全年的24.1%，截至2019年4月，行业健康险保费收入2732亿，同比增长34.6%，继续实现快速增长。展望未来，保障型产品将是寿险公司持续发展的重点业务，长期发展空间较大，但由于消费者对保障型产品的接受程度是一个循序渐进的过程，在营销员增速放缓的情况下，我们判断长期保障型业务很难出现爆发式的增长，对于人力规模和产能较好的公司，全年新单保费有望实现两位数的较快增长。

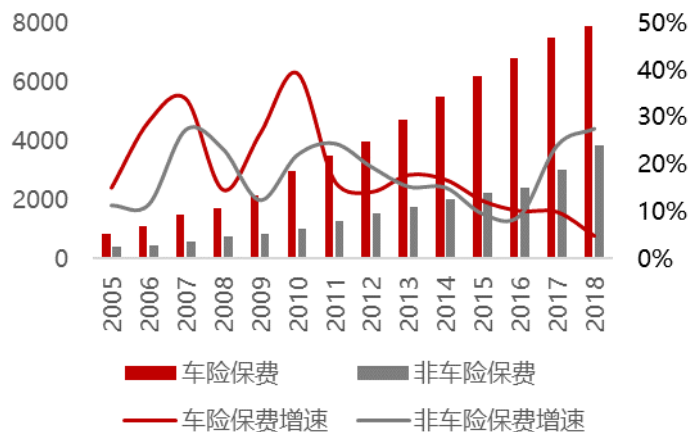
2.4 车险保费增速将继续低位，下半年财险保费增速可能降至个位数

财险行业保费增速高开低走，车险保费占比已降至60%以下。2017年以来，车险和非车险增速明显分化，车险保费增速连年下滑，而非车险增速明显提升，导致财险行业保费收入中车险占比在2018年降至70%以下。2019年该趋势仍然延续，截至4月，财险行业保费收入4504亿，其中车险2655亿，占比58.9%，首次降至60%以下。从趋势上看，财险行业2019年保费增速高开低走，在1月取得20.5%的高增长后，2-4月单月增速均为个位数，展望全年，在保源增速持续放缓和车险费改持续推进背景下，预计全年车险保费增速将继续低位，而非车险虽然增速较快，但难以推动行业保费大幅增长，维持全年财险行业保费增速6%-10%的判断。

图表11：财险原保费收入及增速（亿元）



图表12：车险与非车险保费收入及增速（亿元）



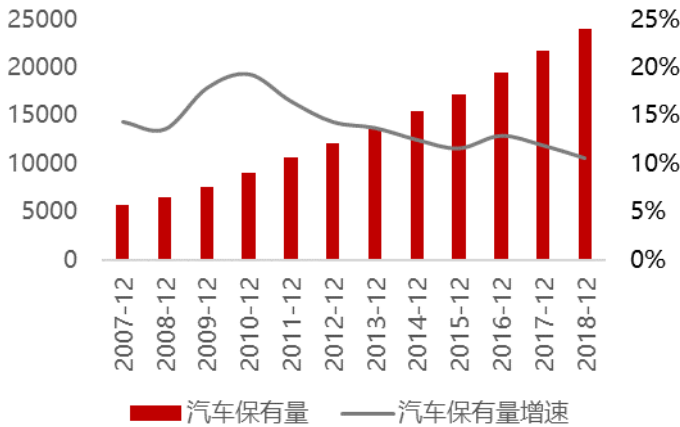
资料来源：银保监会、万联证券研究所

资料来源：银保监会、万联证券研究所

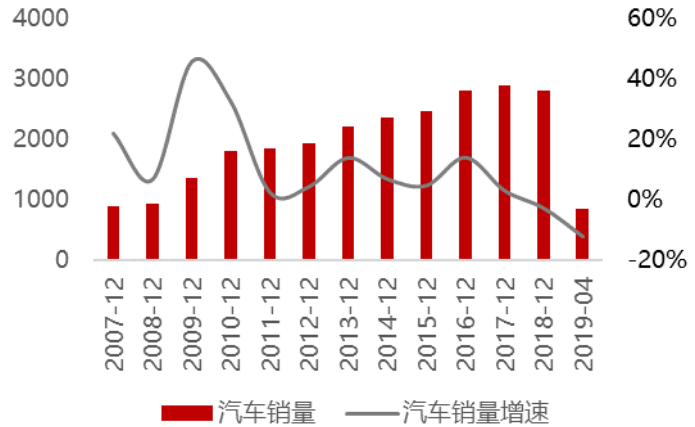
2.5 保源增速放缓+费改影响持续，车险市场仍难言乐观

新车销量负增长，汽车保有量增速将继续稳中有降。我国汽车保有量逐年增长，但增速在2010年达到高点后，受汽车销量不振影响持续下行，近几年维持在10%-15%。2018年汽车销量负增长2.8%，近年来首次负增长，截至2019年4月，汽车销量835万辆，同比下降12.1%，呈现两位数负增长，预计全年汽车保有量增速将进一步放缓，对未来车险业务增长空间形成一定制约。

图表13：我国汽车保有量及增速（万辆）



图表14：我国汽车销量及增速（万辆）



资料来源：wind、万联证券研究所

资料来源：wind、万联证券研究所

商车费改影响持续，车均保费仍有下降空间。2018年3月15日，原保监会印发《关于调整部分地区商业车险自主定价范围的通知》，在四川等七个地区首批实行车险三次费改，车险定价系数浮动范围进一步扩大。“三次费改”主要包括三种方案：一是双65，即在四川，自主核保系数和自主渠道系数均可在0.65-1.15范围内使用；二是双70，即在山西、福建、山东、河南、厦门等地，上述两个系数均可在0.70-1.15范围内使用；三是双75，即在新疆，上述两个系数可在0.75-1.15范围内使用。虽然相较于二次费改，此次车险价格的调整范围较小，不过自主核保系数和自主渠道系数均在各地区原来基础上有所下调。4月3日，银保监会印发《关于开展商业车险自主定价改革试点工作的通知》，决定在广西、陕西、青海三省区开展商业车险自主定价改革试点工作，试点地区的财险公司在确保精算方法符合监管机构有关规定的情况下，自行确定自主系数调整范围，标志着车险定价市场化改革更进一步。从试点情况看，三次费改后试点地区车均保费有明显下降，未来如果试点区域扩大甚至推向全国，车险保费增长压力将更大。

图表15：三次费改自主核保系数与自主渠道系数变动情况

| 地区 | 自主核保系数 | | | 自主渠道系数 | | |
|----|-----------|-----------|------|-----------|-----------|------|
| | 二次费改 | 三次费改 | 下限变动 | 二次费改 | 三次费改 | 下限变动 |
| 四川 | 0.75-1.15 | 0.65-1.15 | -13% | 0.75-1.15 | 0.65-1.15 | -13% |
| 山西 | 0.85-1.15 | 0.70-1.15 | -18% | 0.75-1.15 | 0.70-1.15 | -7% |
| 福建 | 0.75-1.15 | 0.70-1.15 | -7% | 0.75-1.15 | 0.70-1.15 | -7% |
| 山东 | 0.85-1.15 | 0.70-1.15 | -18% | 0.75-1.15 | 0.70-1.15 | -7% |
| 河南 | 0.80-1.15 | 0.70-1.15 | -13% | 0.75-1.15 | 0.70-1.15 | -7% |
| 厦门 | 0.75-1.15 | 0.70-1.15 | -7% | 0.75-1.15 | 0.70-1.15 | -7% |
| 新疆 | 0.85-1.15 | 0.75-1.15 | -12% | 0.75-1.15 | 0.75-1.15 | 0% |

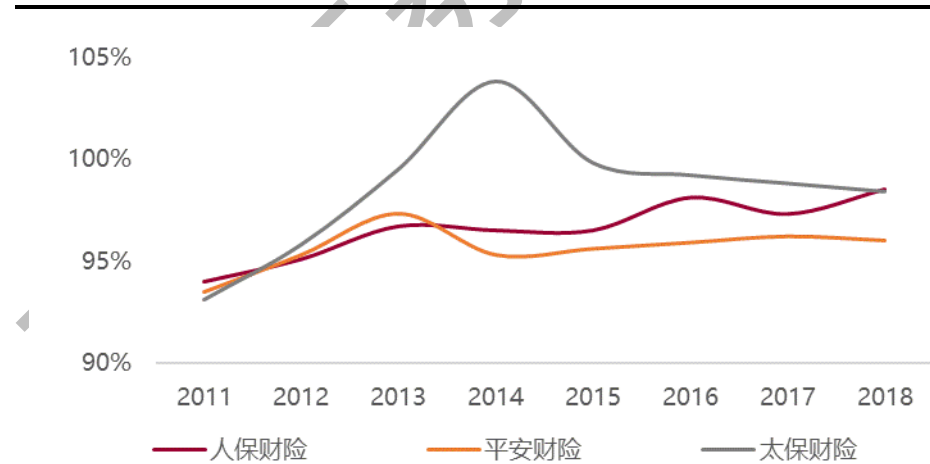
资料来源：银保监会、万联证券研究所

2.6 费用率短期得到控制，但赔付率可能走高，车险承保盈利仍有压力
严监管下车险价格战暂时缓和，费用率有望得到短期控制。2018年7月银保监会发

布57号文推进“报行合一”行业自律方案落地，方案根据各保险公司的保费规模分成不同的档次，但是行业自律方案毕竟缺乏法律强制力，在生存和竞争的压力之下，各家险企特别是中小险企不得不变相突破手续费上限抢夺市场份额和保费收入，费用投入仍然保持高位。2019年上半年，银保监会继续加强费用监管，多地保监局对违规机构采取叫停车险业务的处罚，价格战暂时得到缓和，预计车险费用率短期内有望得到控制，但能否长期坚持下去仍有一定不确定性。

小额赔付减少带来的赔付率下降边际效应减弱，赔付率可能上行。二次费改扩大了NCD系数（无赔款优待系数）浮动范围，对车主进行“奖优罚劣”，驾驶习惯良好的车主将获得更高的折扣，而车险次数较多的车主将按照惩罚性的费率续保。受此影响，二次费改后，小额赔付明显减少，导致赔付率有一定下降，但随着时间推移，赔付率下降的边际空间有限，我们判断三次费改造成的费率下降将超过赔付率下降的影响，预计未来车险综合赔付率有上行的可能。

图表16：主要财险公司综合成本率



资料来源：公司公告、万联证券研究所

大型公司盈利能力相对领先，但仍有压力。相对而言，大型险企市占率高、有较强的营销渠道，并且拥有更强的承保及核保能力，有望在三次费改中在优化综合成本率的同时提升市占率，但赔付率上行导致承保利润增长承压。从人太平财险三巨头数据看，平安财险近三年综合成本率小幅提升，从2014年的95.3%升至2017年的96.2%，每年提升约0.3个百分点，2018年维持在96%，保持优秀的承保盈利能力。人保财险2018年综合成本率较2017年上升1.2pct至98.5%，承保盈利能力明显下降，太保财险受益于结构调整综合成本率逐年下降。从2019年一季度情况看，人保财险、平安财险公司综合成本率同比均上行，未来随着车险费改持续推进，承保端盈利能力承压。

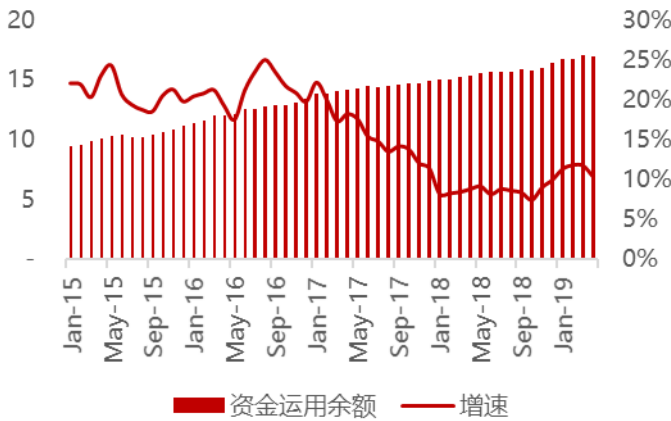
3、投资：下半年利率或震荡下行，权益市场全年表现值得期待

3.1 行业投资资产有望两位数增长，大类资产配置仍将保持稳健

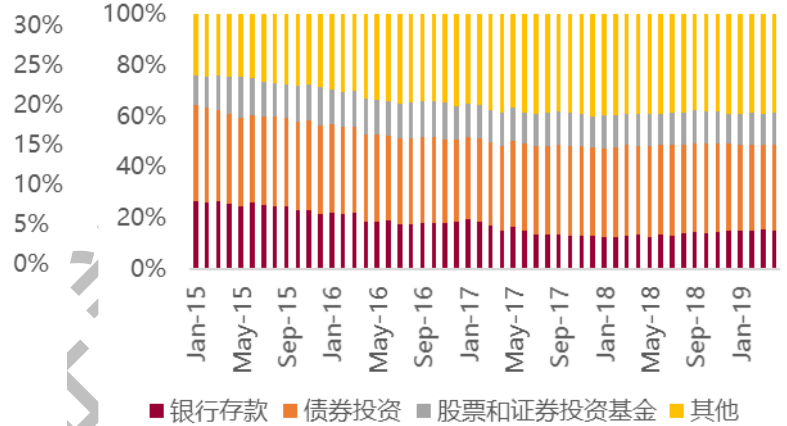
保费增速企稳，投资资产全年有望实现两位数增长。从2017年起，寿险保费结束高速增长长期增速持续放缓，尤其进入2018年，在严监管的大背景下，受到134号文等影响，行业保费增速在9月份才实现由负转正。受到保费增速放缓的影响，2018年行业

投资资产增速继续下降，截止2018年末，行业资金运用余额16.41万亿，同比增长10.0%，勉强实现两位数增长。2019年，受保费增速回暖影响，行业投资资产增速小幅回升，1-3月同比增速均在11%以上，截至4月末，行业投资资产16.99万亿，同比增长10.3%，较3月末有所回落。今年行业保费增速取得开门红后逐月回落，但近期有企稳迹象，全年增速将明显优于2018年，进而推动行业投资资产实现较快增长。

图表17：保险资金运用余额及增速



图表18：保险资金运用配置情况



资料来源：银保监会、万联证券研究所

资料来源：银保监会、万联证券研究所

大类资产配置整体保持稳健，股市回暖推升股基占比。上半年，保险资金大类资产配置比例保持稳健，各类资产占比相对稳定，截止2019年4月，银行存款和债券投资占比为48.7%，较2018年末下降0.5pct，股票和证券投资基金占比为12.6%，较2018年末增加0.9pct，主要是受股市上行驱动（2019年1-4月沪深300指数累计上涨30%），以非标为主的其他投资占比为38.7%，较2018年末下滑0.4pct。从中长期看，非标固收类资产由于收益率较高，对于险资仍有吸引力，在严控项目风险的前提下，非标资产未来仍是险资的重要配置方向。

3.2 下半年利率或震荡下行，权益市场全年表现值得期待

下半年利率有一定下行压力，但对险资投资端短期影响有限。上半年，货币政策整体保持稳健，松紧适度，十年期国债收益率在3%-3.5%附近区间震荡，截至6月25日为3.24%。从外部环境看，目前全球主要经济体增长承压，美国就业数据不及预期，德国央行下调经济增速预期，与此同时多国央行启动降息，全球货币政策已经明确转向宽松，美联储的降息倾向也越来越强。从内部看，固定资产投资增速下滑，中美贸易摩擦导致未来出口承压，经济下行压力仍然存在，未来利率有下行压力，但下降空间有限。虽然我们认为2019年下半年利率有下行压力，但预计对险资投资端的影响较为有限，一是因为保险公司的存量债券基数庞大，2019年新增债券投资的边际影响有限，二是考虑险资投资时可以根据市场情况进行相机决策，减少债券投资占比，提升股票等其他投资占比，三是在债市牛市时可以不选择对债券进行长期配置而是通过短期交易赚取更多利差。

图表19：国债到期收益率变化情况



资料来源：wind、万联证券研究所

A股估值修复利好险企投资表现。2018年在经济下行压力、去杠杆下资金面偏紧、中美贸易摩擦等多重因素拖累下，A股经历了较大幅度的持续调整，估值跌入历史底部区间。进入2019年，随着资金面有所宽松，股市大幅回暖，截至6月25日，沪深300指数年累计上涨26.3%，受益于此，上市险企一季度投资收益大幅增加，推动净利润实现高速增长。虽然4月以来股市有所调整，但下半年只要不出现大幅下跌，权益市场全年表现值得期待，将大概率拉动行业投资收益率明显回升。

3.3 准备金折现率下半年仍将继续上行，增加利润但对增速贡献有限

2019年由于750日移动平均国债收益率将继续上行，保险合同准备金计量基准也会随之提升，中债网数据显示，截至5月末保险合同准备金计量基准（10年）较2018年末上行5bp，下半年仍将保持上行趋势，我们预计全年上行幅度在10bp左右。准备金折现率的上行将持续释放相应准备金，从而增厚保险公司的当期利润，但与2018年相比变动幅度并无大幅扩大，进而对利润增速的贡献有限。

图表20：750日移动平均国债收益率变化情况



资料来源：wind、万联证券研究所

图表21：保险合同准备金计量基准（10年）变化情况

| | 2017 | 2018 | 2019E |
|----|------|------|--------|
| Q1 | -10 | 3 | 2 |
| Q2 | -6 | 1 | 3 |
| Q3 | -6 | 1 | |
| Q4 | 1 | 3 | |
| 全年 | -20 | 9 | 10bp左右 |

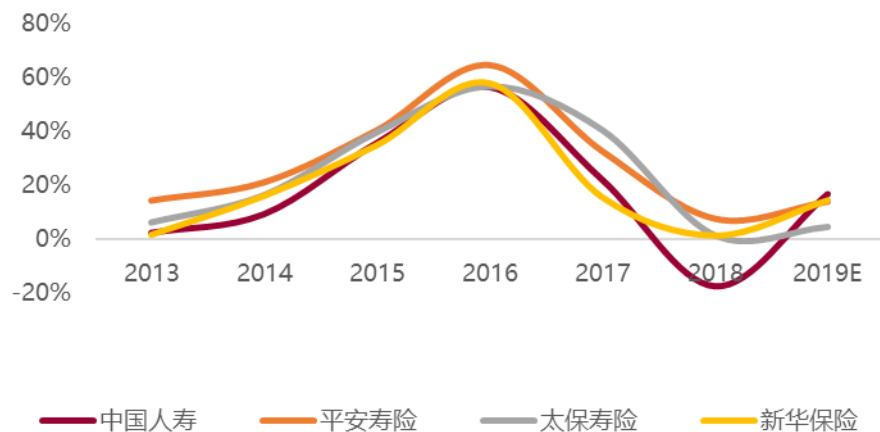
资料来源：中债网、万联证券研究所

4、价值：新业务价值增速回暖得到验证，剩余边际、内含价值保持较快增长，减税新政有望大幅提升险企 2019 年盈利

4.1 新业务价值增速回暖得到验证，下半年将整体保持平稳

新业务价值增速分化，国寿仍将保持领先。受利率高位及严监管等因素影响，寿险行业2018年开门红大幅不及预期，新业务价值增长承压，虽然二季度开始有所改善，但全年新业务价值增速并不理想，主要上市险企中平安寿险增速最高仅为7.3%，国寿负增长17.6%。2019年一季度，国寿因开门红准备得较为充分，新业务价值增长28.3%，平安寿险增长6.1%，新华虽未披露新业务价值，但从新单数据看预计新业务价值增速有望达到两位数，行业复苏判断得到验证。从二季度数据看，上市险企保费平稳增长，随着下半年销售节奏回归常态，预计全年新业务价值整体将保持平稳增长，但公司之间有所分化，我们预计国寿增速可能有所回落，但仍将保持两位数增长，平安、新华稳健增长，太保因2018年收官阶段的高基数使得新业务价值有一定增长压力。

图表22：主要寿险公司新业务价值增速

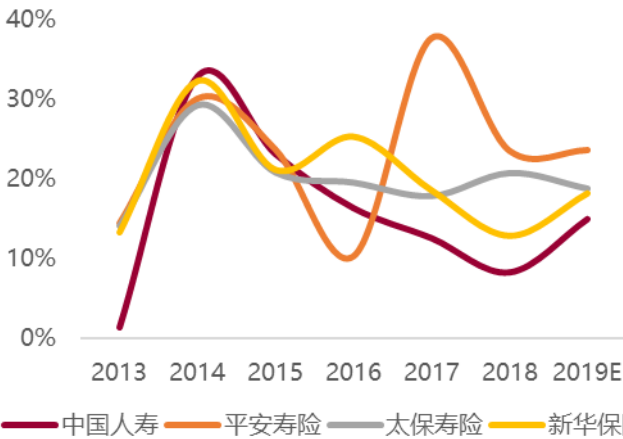


资料来源：公司公告、万联证券研究所

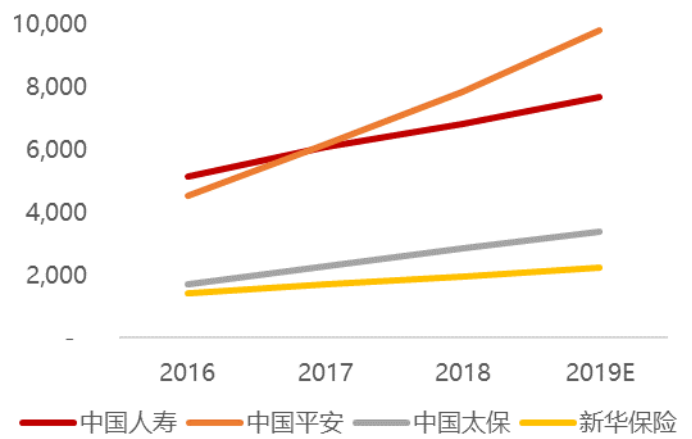
4.2 内含价值增速将明显回升，剩余边际保持中高速增长提升持续盈利能力

新业务价值增速回暖+盈利能力提升，内含价值增速将明显回升。2018年，因新业务价值增速不理想，以及股市下跌影响，多数上市寿险公司内含价值增速较2017年有明显回落。进入2019年，一方面新业务价值增速已经回暖，全年增速将优于2018年，推动有效业务价值保持较快增长，另一方面股市回暖和减税新政将提升行业盈利水平，净资产增长有望提速，因此上市寿险公司内含价值增速有望较2018年有明显提升，我们预计平安寿险增速将保持在20%以上，国寿、太保、新华增速在15%-20%区间，其中国寿和新华增速改善更为明显。

图表23：主要寿险公司内含价值增速



图表24：主要寿险公司剩余边际



资料来源：公司公告、万联证券研究所

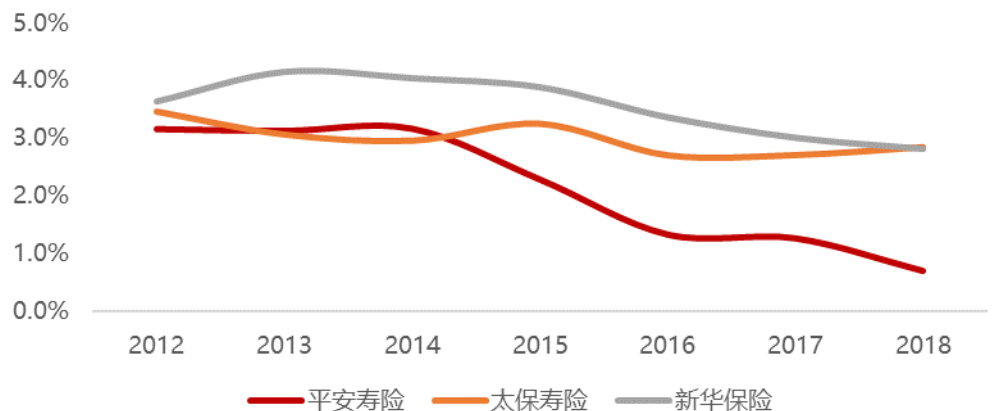
资料来源：公司公告、万联证券研究所

新业务价值增速改善推动剩余边际中高速增长，作为净利润的主要来源推动净利润持续增长。从剩余边际变动过程看，新业务贡献是剩余边际增长的主要因素，预期利息增长主要是期初剩余边际和新业务贡献在当期的利息滚存，对整体贡献较小，而剩余边际释放主要受负债久期影响，每年的释放比例比较稳定。根据预测，平安寿险及健康险业务2019年剩余边际增速较2018年有所下降，但仍能保持20%以上的高增长，太保寿险增速在18%-20%左右，国寿和新华在12%-15%左右，我们对各公司增速判断为：平安>太保>新华>国寿。剩余边际保持中高速增长将推动寿险公司营运净利润保持较快增速，同时剩余边际的“蓄水池”效应将提升上市险企未来盈利的持续性和确定性。

4.3 上市寿险公司修正负债成本较低，营运利润将保持较快增长

修正负债成本是剔除精算假设变动和投资波动影响的显性负债成本。我们在专题报告《从综合负债成本到修正负债成本》中提出了修正负债成本概念，并将寿险公司的修正负债成本定义为，在稳定投资收益率预期、不考虑精算假设变动情况下的综合负债成本，综合负债成本是使得负债端实现正利润的最低投资收益率。修正负债成本可以理解为，在一定的投资收益率假设下，寿险公司的综合负债成本，即如果投资收益率是5%，修正负债成本是3.5%，则寿险公司负债端能够实现1.5%的综合利差（利差、死差、费差等）。修正负债成本是剔除短期投资波动和精算假设变动之后的显性负债成本指标，更能反映寿险公司长期盈利能力。

图表25：主要寿险公司修正负债成本



资料来源：公司公告、万联证券研究所

预计主要寿险公司2019年修正负债成本有望实现稳中有降。从2012年以来数据看，主要寿险公司修正负债成本整体呈下降趋势，其中平安寿险下降最为明显，2012-2014年稳定在3.2%左右，2015、2016年连续两年大幅下降，2018年继续降至0.7%，负债端盈利能力明显领先；新华2013年修正负债成本较高为4.2%，2014年开始逐年下降，2016、2017年加快转型期间降幅较大，2018年进一步降至2.8%，负债端盈利能力已接近太保寿险。太保寿险因转型早于新华，修正负债成本在2012-2016年下降，2017、2018年稳定在2.7%-2.8%左右。

主要寿险公司基于修正负债成本的营运利润将保持较快增长。虽然目前只有中国平安披露营运利润数据，但根据我们提出的修正负债成本，通过对投资资产和负债成本趋势的判断，也可以对所有上市寿险公司营运利润（与平安口径略有差异）进行预测。根据我们预测，不考虑减税新政情况下，平安寿险2019年两种口径营运利润的同比增速均在20%左右，国寿、太保寿险营运利润预计同比两位数增长，新华营运利润增速取决于公司经营效率能否继续提升。

4.4 综合成本率上行压力较大，财险利润仍主要依赖投资收益，但2019年ROE将大幅回升

综合成本率上行，财险承保盈利难度加大，利润主要依赖投资收益。虽然报行合一严格执行下车险价格战短期有所缓和，费用率得到暂时控制，但赔付率上行压力较大，从一季度数据看，人保财险综合成本率抬升2.7pct至98.3%，平安财险也上升1.1pct至97.0%，承保端盈利能力有明显下降。从利源分析角度看，财险公司利润主要来源于投资收益，2018年人保财险、平安财险、太保财险承保利润分别为54.1/84.8/15.8亿，税前利润贡献度22.3%/43.5%/24.3%，而投资收益贡献度分别为82.6%/56.4%/84.5%，是利润的主要来源。展望下半年，赔付率仍有上行压力，财险行业承保端盈利难度加大，虽然人太平三巨头仍有相对竞争优势，行业地位仍然稳固，但综合成本率抬升使得承保利润增长承压。

图表26：主要财险公司2018年税前利润结构（亿元）

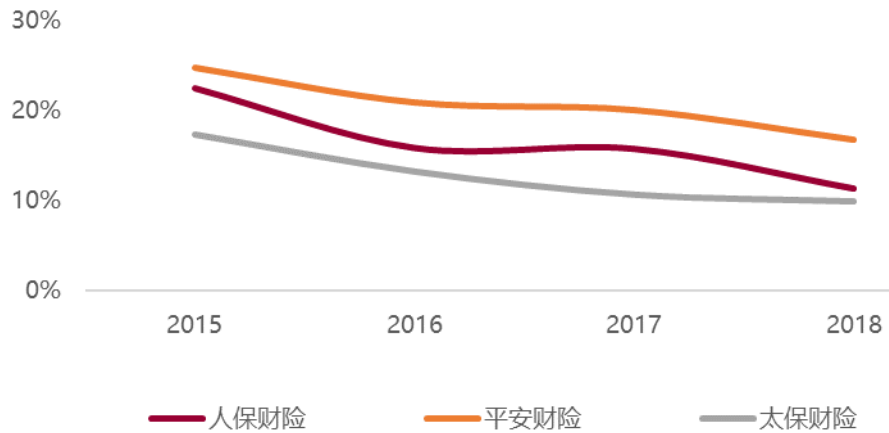


资料来源：公司公告、万联证券研究所

手续费快速增长导致的所得税大幅上升使得财险公司ROE连续三年下降，但2019年将大幅回升。过去几年激烈的市场竞争使得财险公司费用率居高不下，其中手续费的快速增长导致实际所得税率大幅攀升，所得税增速远高于税前利润增速，降低财险公司的盈利能力。2018年人保财险、平安财险、太保财险实际税率分别达到32.8%/35.7%/45.6%，同比均明显提升，财险公司的盈利能力受到很大影响。从ROE看，财险三巨头连续三年ROE呈下降趋势，2018年受投资收益率下降和税率攀升两方

面影响下滑更为显著。2019年，股市大幅回暖将提升投资收益率，佣金手续费税前扣除新政落地也将大幅缓解财险公司税负压力，预计ROE将大幅回升。

图表27：主要财险公司ROE



资料来源：公司公告，万联证券研究所

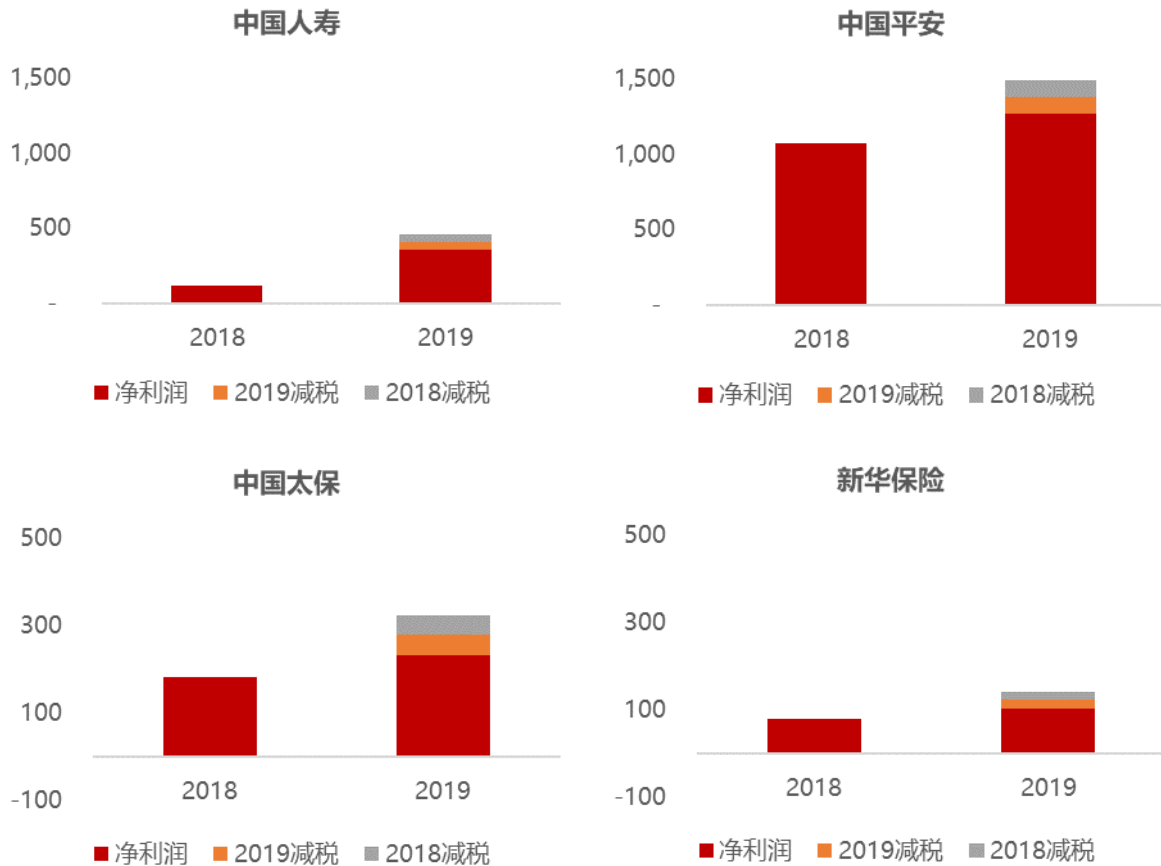
4.5 减税新政落地叠加投资端显著改善，上市险企2019年净利润有望高速增长

提高佣金手续费税前扣除比例，保险业减税新政落地。5月底，财政部和国税总局联合发布《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》，调升佣金手续费税前扣除比例，人身险行业从10%升至18%，财险行业从15%升至18%，使得税前扣除金额明显提升，保险业高税负压力大幅缓解。

寿险行业减税幅度超预期，财险行业实际税率回归正常。根据2018年数据测算，中国人寿、平安寿险、太保寿险、新华保险2018年手续费占比分别是14.9%/18.9%/17.3%/18.7%，扣除比例从10%大幅提升至18%后，减税金额达到52、85、35、18亿，实际税率分别下降37/9/17/17pct；人保财险、平安财险、太保财险2018年手续费占比分别达到19.0%/19.9%/19.7%，均能按照最高限额18%扣除，减税金额达到29/19/9亿，实际税率分别下降12/9/14pct。同时，超过18%的部分允许结转，有望在未来年度实现税前抵扣。

上市险企整体盈利能力明显提升，2019年净利润将高速增长。从上市主体看，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险2018年减税金额分别为52/104/44/18亿，实际税率分别下降37/6/16/17pct，相当于净利润分别提升43%/9%/24%/23%，其中平安减税规模领先，国寿利润提升幅度最大。同时我们对2019年减税金额也进行了预测，预计各公司2019年减税金额较2018年将保持5%-10%左右增长。由于2019年投资端较2018年显著好转，在不考虑减税新政的情况下，上市险企净利润已经可以实现快速增长，其中国寿因基数较低将实现倍数增长，中国平安、中国太保、新华保险预计将实现20%-30%左右增长。若考虑减税影响，2019年减税金额将提升净利润增速，国寿增速提升超过40%，太保新华25%左右，平安相对较低10%左右，如果2018年追溯调整金额一并反映到2019年利润表，上市险企的净利润将实现高速增长。

图表28：主要上市险企2019年净利润预测（亿元）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

5、现金流与偿付能力：寿险财险现金流分化，偿付能力仍将保持高位

5.1 行业现金流总体企稳，寿险改善财险承压

行业总资产增速略有回升，现金流入将保持稳定。在保险行业受到严格监管、产品回归保障的大背景下，2018年行业保费增速大幅放缓，总资产增速受到较大压制，截至2018年末，保险行业总资产18.33万亿，同比增长9.4%。2019年，受益于行业保费增速回升，行业现金流情况改善，同时资本市场向好，使得总资产增速小幅回升，截至2019年4月，行业总资产19.04亿，同比增长9.8%。

图表29：保险行业总资产及增速（万亿）



资料来源：银保监会、万联证券研究所

保费回暖+退保率下降，寿险现金流改善。从寿险的情况看，中国人寿、中国太保在2015年前后现金流位于低点，主要是受到2011年调结构降低银保业务规模的影响，在2015年前后由于集中退保和满期给付的压力现金流出较多，而随着个险渠道占比不断上升，续期保费占比不断上升，结构不断优化，经营现金流不断改善。新华保险2015-2017年现金流压力较大，主要是自2015年起快速压缩银保趸交保费规模，提高长期期交保费占比，而随着2018年转型出现成效现金流也出现改善。2019年一季度，四大寿险公司的保费结构进一步优化，同时退保率下降，使得现金流情况继续改善，经营活动现金流占保费收入比例处于较高水平。

综合成本率上行+应收保费增加，财险现金流承压。从财险的情况看，车险费改后恶性价格战抬高了行业费用率，2018年报行合一实施后稍有缓解，但仍处于较高水平，同时由于赔付率上行趋势明显，导致行业综合成本率上行，2019年一季度人保财险和平安财险综合成本率同比均有提升。另一方面，近几年财险行业应收保费率居高不下，2018年人保财险、平安财险、太保财险应收保费增速均明显高于保费增速，从一季度情况看，预计2019年该趋势仍然延续，应收保费快速增长对财险公司经营现金流形成一定压力。

图表30：主要上市保险公司经营现金流和占保费收入比例（亿元）

| 保险公司 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019Q1 |
|------|-------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 中国人寿 | 782 | -188 | 891 | 2,010 | 1,476 | 1,118 |
| | 23.6% | -5.2% | 20.7% | 39.3% | 27.5% | 41.0% |
| 中国平安 | 1,703 | 1,356 | 2,278 | 1,213 | 2,063 | 1,601 |
| | 52.2% | 35.1% | 48.5% | 20.0% | 28.7% | 58.3% |
| 中国太保 | 401 | 409 | 631 | 861 | 894 | 463 |
| | 20.9% | 20.1% | 27.0% | 30.6% | 27.8% | 36.1% |
| 新华保险 | 251 | 74 | 73 | 79 | 138 | 98 |
| | 22.8% | 6.7% | 6.5% | 7.2% | 11.3% | 22.7% |
| 天茂集团 | -1 | 0 | -23 | 4 | 150 | 164 |
| | | | | 0.9% | 43.4% | 86.0% |
| 西水股份 | 255 | 950 | 1,051 | -909 | -1,200 | -335 |
| | | 736.1% | 756.4% | -639.1% | -792.4% | -832.6% |
| 中国人保 | -4 | 204 | 238 | -20 | -168 | -116 |

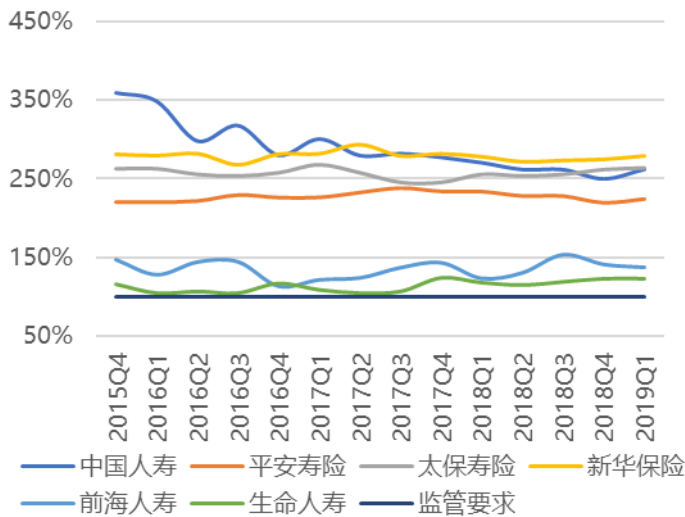
| | | | | | | |
|--|-------|------|------|-------|-------|-------|
| | -0.1% | 5.3% | 5.4% | -0.4% | -3.4% | -6.0% |
|--|-------|------|------|-------|-------|-------|

资料来源：公司公告、万联证券研究所

5.2 行业偿付能力保持充足，预计下半年总体保持平稳

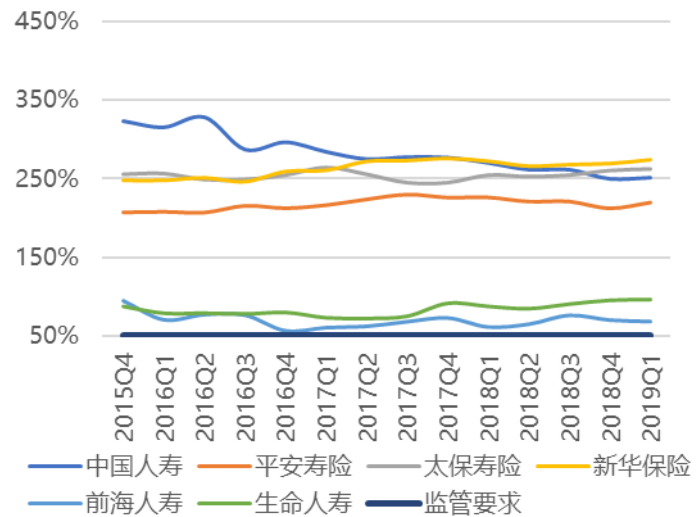
寿险偿付能力充足率将保持平稳。截至2019年一季度末，四大寿险公司的偿付能力充足率依然维持高位，整体较2018年末有小幅提升，中国人寿、太保寿险、新华保险的综合/核心偿付能力充足率均保持在250%以上，平安寿险的综合/核心偿付能力充足率保持在200%以上，下半年我们预计大型险企的业务规模稳健增长，资本消耗有限，因此偿付能力充足率仍将维持高位。以前海人寿、生命人寿为代表的业务激进的中小险企，2018年因业务规模收缩偿付能力充足率逐季改善，截至2019年一季度末，前海人寿、生命人寿的综合/核心偿付能力充足率分别为137%/68%、122%/97%，与2018年末基本持平，偿付能力水平虽符合监管最低要求，但仍有一定压力，下半年业务相对平稳，预计偿付能力也将保持基本稳定。

图表31：主要寿险公司综合偿付能力充足率



资料来源：公司公告、万联证券研究所

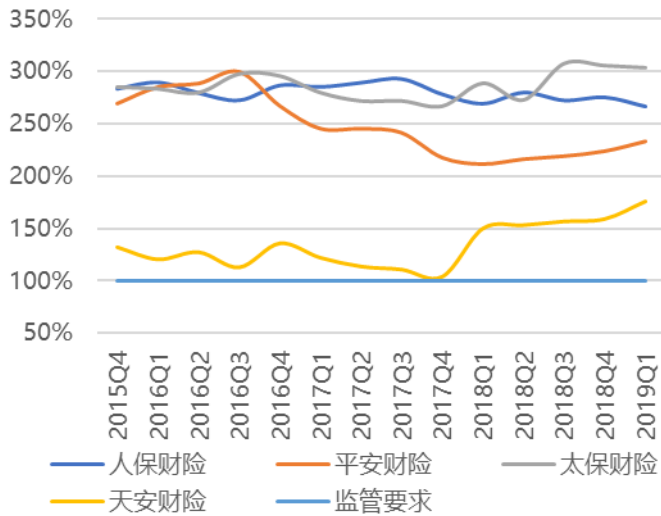
图表32：主要寿险公司核心偿付能力充足率



资料来源：公司公告、万联证券研究所

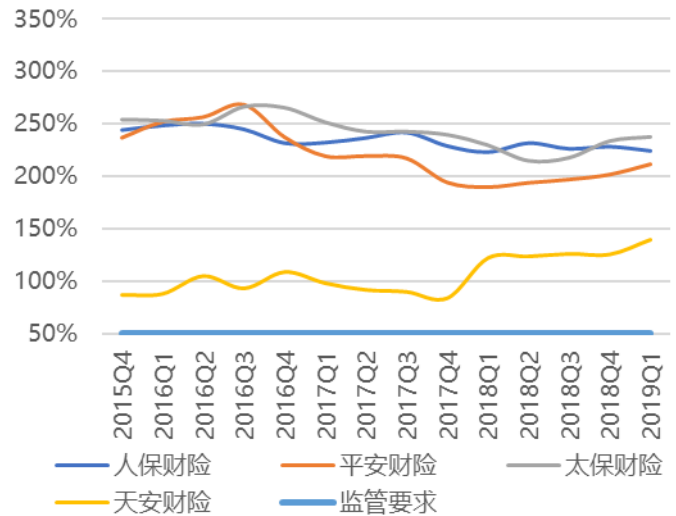
财险偿付能力充足率稳中有升。截至2019年一季度末，大型财险公司的偿付能力充足率总体保持稳定，其中人保财险、太保财险的综合/核心偿付能力充足率分别为267%/224%、304%/238%，平安财险较2018年末有所提升，综合/核心偿付能力充足率为233%/211%，均提升9pct。同时，我们观察以天安财险为代表的中小险企，2018年开始理财型业务规模大幅下降，资产负债同步收缩，偿付能力充足率得到被动提升，2019一季度仍然延续。

图表33：主要财险公司综合偿付能力充足率



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表34：主要财险公司核心偿付能力充足率



资料来源：公司公告、万联证券研究所

6、投资建议

6.1 2019年上半年保险股表现亮眼，前5月相对收益17.9%

贝塔属性较强+利率高位震荡，保险股前5月上漲38.5%，相对收益17.9%。权益市场方面，股票市场在经历2018年下跌后，今年迎来强力反弹，特别在一季度涨幅较大，1-3月沪深300指数累计上漲28.6%，4月开始有所调整，截至5月末涨幅为20.6%。受益于此，上市险企一季度投资收益率表现较好，国寿、平安、太保、新华年化总投资收益率分别为6.7%、5.1%、4.6%、4.2%，若考虑AFS类资产公允价值变动影响，国寿、太保、新华全口径投资收益率将进一步提升。因保险股贝塔属性较重，股市大幅反弹带动保险股估值持续修复。利率走势方面，由于寿险公司主要采用基于内含价值的估值方法，而投资收益率假设是支撑各家寿险公司内含价值的关键因素，目前主要上市寿险公司的长期投资收益率假设为5%，保险资金由于固收占比较高的特点使得其投资收益率受国债收益率影响较大，因此利率走势与保险股表现有较强的正相关关系。2019年初，10年期国债收益率在3.2%左右，之后触及3.07%低点后反弹，最高反弹至3.42%附近，利率上行提升寿险公司内含价值的真实性，推动保险股估值持续提升，5月之后利率震荡下行，近期回到3.2%附近，但由于减税新政落地，保险股回调有限。

图表35：2018年以来保险指数、沪深300指数、国债收益率走势



资料来源：wind、万联证券研究所

6.2 减税效应即将兑现，当前估值仍然较低，维持保险行业“强于大市”评级

上半年业务复苏与权益市场转好带动保险股表现亮眼，且相对收益明显，预计下半年业务端保持平稳，内含价值、剩余边际等长期价值指标仍将维持中高速增长，减税新政的影响即将在中报开始兑现，净利润有望高速增长。从估值指标

(PEV/PB/PE)看，目前保险股整体估值处于合理区间，只要利率不出现超预期下行，估值有望持续提升，维持保险行业“强于大市”评级，继续推荐保障型业务转型较好的纯寿险标的以及低估值综合保险集团：

- 业务：**二季度开始产品销售情况回归常态，下半年寿险代理人有望稳健增长，全年实现增速触底反弹，而高价值产能个险队伍将是寿险公司队伍建设的重心；储蓄型业务下半年难现高增长，保障型业务有望持续较快增长，行业全年新单期交仍然有望实现两位数增长；财险方面，保源增速放缓+费改影响持续，车险市场仍难言乐观，下半年财险行业保费增速可能降至个位数，维持全年保费增速6%-10%的判断。
- 投资：**利率方面，当前全球经济增长承压，多国央行启动降息，美联储的降息倾向也越来越强，我国经济下行压力也仍然存在，未来利率有下行压力，但下降空间有限，对险企投资端短期影响较小；权益方面，上半年股市大幅回暖，截至6月25日，沪深300指数年累计上涨26.3%，下半年只要不出现大幅下跌，全年投资收益率将有明显回升；准备金折现率方面，下半年仍将保持上行趋势，全年预计上行10bp左右，增加寿险公司利润，但由于上行幅度无明显扩大对利润增速贡献有限。
- 价值：**下半年新业务价值总体增速将保持平稳，全年来看，由于业务节奏的差异增速将有所分化，预计国寿将保持两位数增长，平安、新华稳健增长，太保因2018年收官阶段的高基数使得新业务价值有一定增长压力，内含价值和剩余边际将保持中高速增长，主要寿险公司营运利润有望取得较快增速；财险综合成本率上行，承保盈利难度加大，但股市回暖和减税新政将使得2019年ROE大幅回升；减税新政将在中报开始兑现，所得税将明显下降，主要上市险企净利润有望高速增长。

图表36: A股主要上市险企2014年以来静态PEV估值水平



资料来源: wind、万联证券研究所

图表37: A股主要上市险企2014年以来静态PB估值水平



资料来源: wind、万联证券研究所

7、风险提示

规模人力大幅下降、保障型业务销售不及预期、权益市场大幅下跌、利率下行超预期、系统性风险

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳 福田区深南大道2007号金地中心
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场