



强于大市

2019年保险中报业绩前瞻

健康险占比提升，投资端拉动利润增长

预计2019上半年保费收入稳定正增长，新单整体承压，但健康险占比提升；权益市场好于去年同期，投资收益有望拉动净利润增长。

- **保费收入稳定正增长，预计健康险占比提升：**1) 19年1-5月寿险行业累计保费收入13,252亿元，同比增速12.9%；中国平安/中国人寿/中国太保/新华保险19年1-5月累计保费收入为2,792/3,216/1,164/598亿元，同比增速9.0%/4.7%/5.4%/9.5%。中国人寿18Q2销售高现价产品，高基数导致19Q2同比增速为负，拖累上半年累计保费收入增速不及其余三家；2) **转型保障类产品的策略持续，预计健康险占比提升：**2019年1-5月健康险保费同比增长33.3%，高于其他险种（寿险+12.9%，意外险+19.7%）。上市险企聚焦保障型产品策略不变，持续提升健康险保费收入及占比；3) **新单整体承压，平安五月新单转正：**中国平安19年1-5月个险新单累计保费收入739亿元，同比增速-9.1%，但是新单增速逐月好转，5月同比增速为5.7%。
- **权益市场好于去年同期，预计拉动净利润增长：**1) 2019年Q1沪深300大幅上行28.6%，股票及基金投资积累较多盈余；Q2权益市场冲高回落下跌1.2%；2) **宏观经济和海外降息预期等不确定性影响债市收益率：**十年期国债收益率2019年上半年下降1.2BP，对投资收益影响有限。权益市场回暖带动投资收益好转，2019H投资收益拉动净利润增长。
- **二季度增员为首要任务，预计NBV环比一季度下降。**由于行业二季度为代理人增员调整季，新单承压，对NBV的贡献环比减少，预计2019H中国平安/中国人寿/中国太保/新华保险NBV增速分别为3%/11.0%/-5.0%/6.2%，中国人寿二季度持续推进长期重疾险产品销售，预计将明显改善NBV增速；EV受益于投资偏差正向贡献及新业务价值率提升，预计全年增速分别为20.5%/17.1%/15.0%/13.5%。

相关研究报告

《保险行业点评》20190710

《保险行业2019年中期策略》20190701

《5月上市险企保费数据点评》20190617

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

投资建议

- 二季度以来上市险企普遍重点着力增员，三季度代理人清虚影响逐步出清，看好代理人数量回升，新单逐步回暖的中国太保及中国平安。

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。

2019H上市险企盈利预测

(亿元)	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险
NBV	399.2	312.6	154.7	68.5
NBV (+YOY) (%)	3.0	11.0	(5)	6.2
净利润	1042.8	387.5	147.0	86.4
净利润 (+YOY) (%)	61.0	132.0	74.0	49.0
净资产	6190.8	3416.2	1584.0	707.7
净资产 (+YOY) (%)	20.0	5.8	14.1	7.6

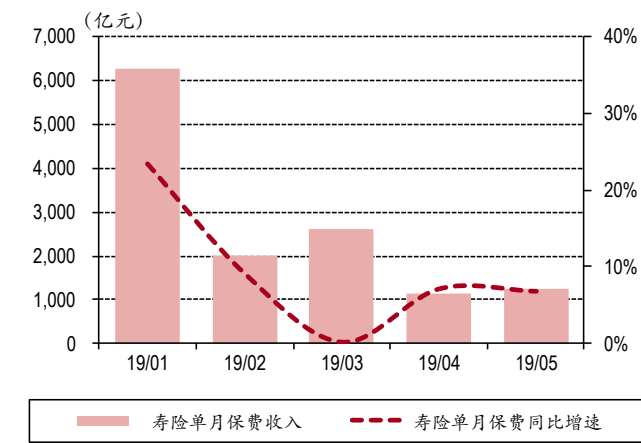
资料来源：中银国际证券

1 保费收入稳定正增长，预计健康险占比提升

2019年1-5月寿险行业累计保费收入13,252亿元，同比增速为12.9%；1至5月单月保费收入增速分别为23.5%、9.1%、0.1%、7.1%及6.8%。除3月保费收入基本与去年同期持平，上半年单月保费收入均有正向贡献。

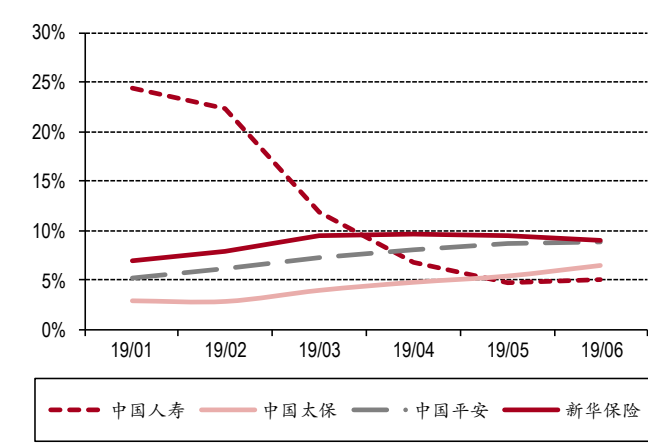
中国平安、中国人寿、中国太保及新华保险2019年1-5月累计保费收入为2,792、3,216、1,164及598亿元，同比增速为9.0%、4.7%、5.4%及9.5%。中国平安1至5月单月保费同比增速分别为：5.6%、10.4%、13.6%、10.0%及13.3%，除1月外均保持两位数稳健增长。中国人寿1至5月单月保费同比增速分别为24.4%、12.9%、-6.3%、-30.8%及-14.4%。3-5月单月同比增速为负，主要受到去年同期销售高现价分红年金产品基数较高的影响。中国太保1至5月单月保费同比增速分别为2.9%、2.6%、6.9%、13.0%及10.4%，公司主动调节节奏淡化开门红销售，二季度调整产品策略有效，进入二季度之后保费增速明显改善。新华保险1至5月单月保费同比增速分别为6.9%、10.6%、12.3%、10.4%及8.7%，保持稳健增长。

图表 1 2019 年 1-5 月寿险行业单月保费收入及同比增速



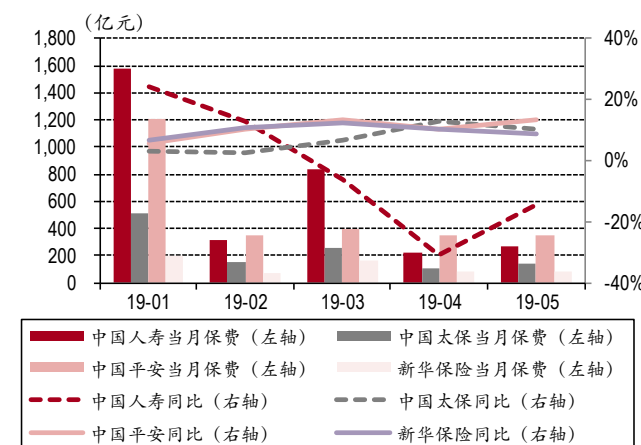
资料来源：银保监会，中银国际证券

图表 2 2019 年 1-5 月上市险企累计保费收入同比增速



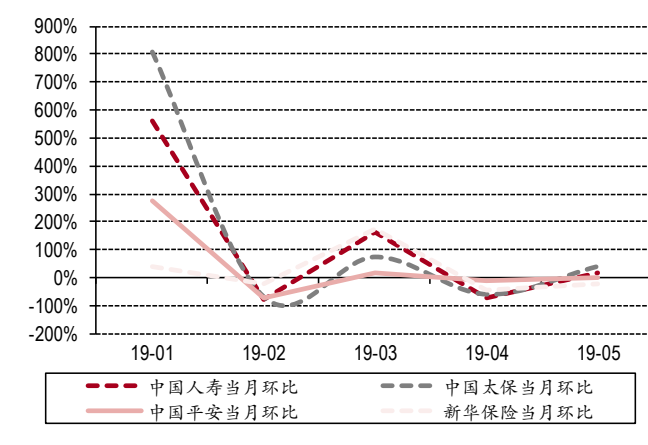
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 3 2019 年 1-5 月上市险企单月保费收入及同比增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

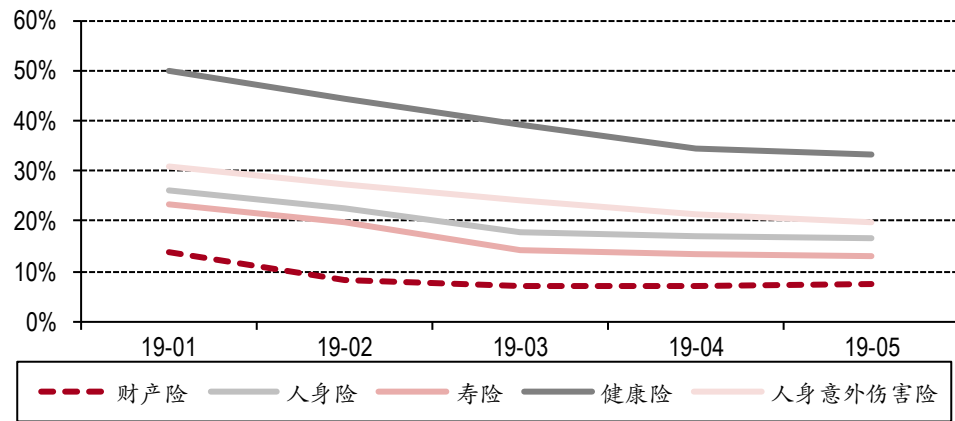
图表 4 2019 年 1-5 月上市险企单月保费环比增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

转型保障类产品策略持续，预计健康险占比提升：2019年1-5月健康险保费同比增长33.3%，明显高于其他险种（寿险+12.9%，意外险+19.7%），健康险上半年保持高速增长趋势，上市险企聚焦保障型保险的产品策略不变，持续提升健康险产品保费收入及占比。

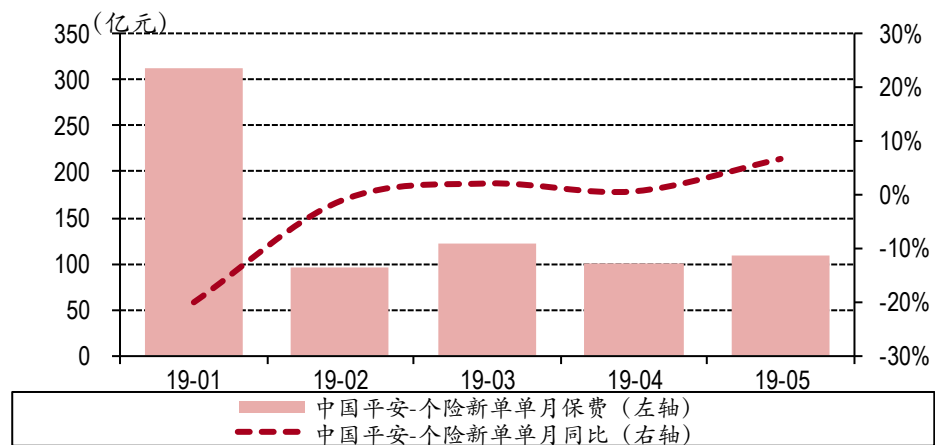
图表 5 2019/1-5 月寿险/意外险/健康险累计保费同比增速



资料来源：银保监会，中银国际证券

新单整体承压，平安五月新单增速转正：中国平安 2019 年 1-5 月个险新单累计保费收入 739 亿元，同比增速-9.1%，但是新单增速逐月好转，5 月保费同比增速为 5.7%。

图表 6 2019/1-5 月中国平安个险新单单月保费及同比增速



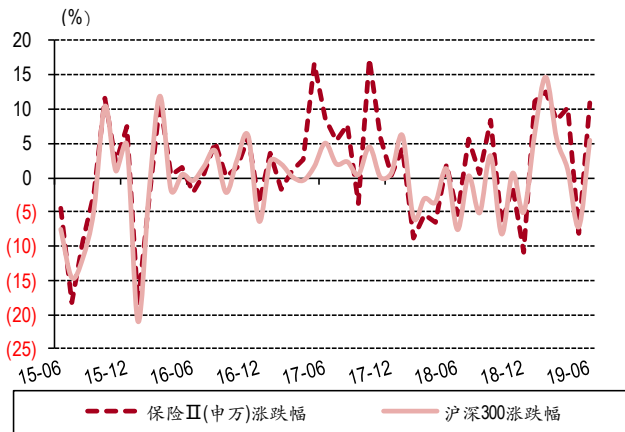
资料来源：公司公告，中银国际证券

2 权益市场好于去年同期，预计拉动净利润增长

2019 年一季度沪深 300 大幅上行 28.6%，，二季度权益市场冲高回落下跌 1.2%，上半年整体来看权益类投资收益同比大幅提升。

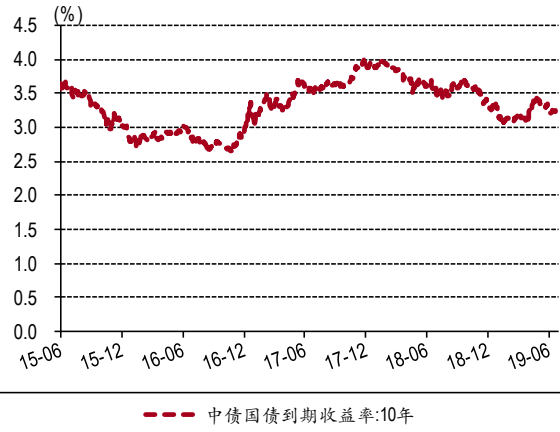
2019 上半年十年期国债收益率下降 1.2BP，变动不大且预计新配固定资产占投资资产占比较小，对投资收益影响有限。

图表 7 2015/6-2019/6 沪深 300 及保险 II (申万) 指数涨跌幅



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 8 2015/2019/7 十年期国债到期收益率



资料来源: 万得, 中银国际证券

3 二季度增员为首要任务, 预计 NBV 环比一季度下降

由于行业二季度为代理人增员调整季, 新单承压, 对 NBV 的贡献环比减少, 预计 2019H 中国平安/中国人寿/中国太保/新华保险 NBV 增速分别为 3%/11.0%/ -5.0%/6.2%, 中国人寿二季度持续推进长期重疾险产品销售, 预计将明显改善 NBV 增速; EV 受益于投资偏差正向贡献及新业务价值率提升, 预计全年增速分别为 20.5%/17.1%/15.0%/13.5%。

投资建议

二季度以来上市险企普遍重点着力增员, 三季度代理人清虚影响逐步出清, 看好代理人影响逐步出清数量回升, 新单逐步回暖的中国太保及中国平安。

图表 9. 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	30.13	EVPS	25.97	28.13	32.94	38.11	44.50	增持
			P/EV	1.16	1.07	0.91	0.79	0.68	
			NBVPS	2.13	1.75	2.08	2.29	2.52	
			NBVX	14.17	17.20	14.50	13.17	11.97	
601318.SH	中国平安	86.95	EVPS	43.02	54.84	63.57	75.05	91.13	买入
			P/EV	2.02	1.59	1.37	1.16	0.95	
			NBVPS	3.68	3.95	4.43	5.04	5.81	
			NBVX	23.60	21.99	19.61	17.25	14.96	
601601.SH	中国太保	37.96	EVPS	31.58	37.09	42.67	49.21	57.43	增持
			P/EV	1.20	1.02	0.89	0.77	0.66	
			NBVPS	2.95	2.99	3.04	3.13	3.24	
			NBVX	12.87	12.68	12.48	12.11	11.73	
601336.SH	新华保险	54.21	EVPS	49.20	55.51	63.03	71.33	81.82	增持
			P/EV	1.10	0.98	0.86	0.76	0.66	
			NBVPS	3.87	3.91	3.97	4.09	4.30	
			NBVX	14.02	13.85	13.67	13.25	12.61	
行业平均 PEV					1.16	1.01	0.87	0.74	

资料来源: 万得, 中银国际证券

*以 2019 年 7 月 16 日收盘价为标准

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。

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