

保险

证券研究报告
2019年07月31日

中报高增长预期逐步兑现

投资要点: 2019年保险公司中报利润整体表现较好, 税收新政“一次性”利好的释放是利润高增长的重要贡献, 如剔除这一影响因素, 国寿、太保、新华、中国财险、人保集团净利润同比增长分别为 84%-104%、38%、45%、6%-26%、9-29%, 增速仍然较快。寿险方面, 2 季度 NBV 整体表现可能偏弱, 我们预计 2019 年上半年平安、太保、新华、国寿的 NBV 同比增速分别为 3.3%、-9.0%、-2.0%、21.3%, 其中国寿保持高速增长, 太保呈改善趋势。我们判断 3 季度寿险 NBV 增长趋势向好, 财险综合成本率将迎来下降拐点。截至 7 月 30 日, 平安、国寿、太保、新华的 2019 年 PEV 分别为 1.36、0.92、0.90、0.87 倍, 中国财险 H、人保集团 H 的 PB (MRQ) 倍数分别为 1.33、0.78 倍, 估值历史低位, 仍有向上空间。重点推荐太保、平安、国寿、中国财险。

中报利润预增:

保险公司中报净利润均实现高速增长。根据业绩预增公告, 各家中报净利润分别为: 国寿(353-386 亿/YOY 115%-135%)、太保(162 亿/YOY 96%)、新华(104 亿/YOY 80%)、中国财险(157-181 亿/YOY 30%-50%)、人保集团(137-156 亿/YOY 40%-60%)。其中, Q2 净利润增速分别为: 国寿 219%-332%、太保 138%、新华 122%、中国财险 57%-93%、中国人保 72%-116%。另外, 我们预计平安中报利润也有望实现高速增长, 同比增速约为 73.5%。

利润高增长主要来自于投资收益同比增加(权益市场表现好于去年同期), 以及税收新政利好, 其中 2018 年度企业所得税汇算清缴按照税收新政执行导致的所得税减少是最重要的贡献, 由此带来的利润贡献(归为“非经常性损益”项目) 分别为: 国寿约 52 亿、太保约 48 亿、新华约 20 亿、中国财险约 29 亿(预估值)、人保集团 30 亿。如 19 年中报业绩中剔除税收的一次性贡献, H1 净利润同比增长分别为: 国寿 84%-104%、太保 38%、新华 45%、中国财险 6%-26%、中国人保 9-29%; 其中 Q2 同比增长分别为: 国寿 42%-155%、太保 31%、新华 58%、中国财险 14%-50%、中国人保 6-49%。利润同比增速仍然较快。另外, 我们预计如剔除税收带来的一次性损益, 平安中报净利润同比增速约为 55%。

中报预估:

我们判断 2 季度 NBV 整体表现较弱。我们预计 2019 年上半年平安、太保、新华、国寿的 NBV 同比增速分别为 3.3%、-9.0%、-2.0%、21.3%。其中, 国寿保持较快增长, 由产品结构优化带来; 太保呈持续改善趋势, 预计由队伍质量提升带来。2 季度 NBV 整体偏弱主要受保障型产品竞争加剧、基层监管趋严、高基数及管理层变动的影响。

下阶段发展预判:

我们预计下半年 NBV 增长有望迎来好转。管理层变动及公司架构调整等短期影响逐步消除、新产品上市推动、代理人规模有望企稳是保费增长改善的驱动力。财险方面, 严监管环境下, 大型保险公司保费增长预计更为平稳, 同时下半年将迎来综合成本率下降拐点。

风险提示: 长端利率下行超预期; 代理人规模增长情况不达预期; 保障型产品销售不及预期。

重点标的推荐

| 股票代码 | 股票名称 | 收盘价 2019-07-30 | 投资 评级 | EPS(元) | | | | P/E | | | |
|-----------|------|-------------------|----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 601601.SH | 中国太保 | 39.55 | 买入 | 1.99 | 3.35 | 4.23 | 5.15 | 19.89 | 11.81 | 9.36 | 7.68 |
| 601318.SH | 中国平安 | 89.98 | 买入 | 5.88 | 8.32 | 10.52 | 12.65 | 15.30 | 10.81 | 8.55 | 7.11 |
| 601628.SH | 中国人寿 | 30.36 | 买入 | 0.40 | 1.60 | 1.78 | 2.07 | 75.90 | 18.98 | 17.06 | 14.67 |
| 02328.HK | 中国财险 | 9.64 (港元) | 买入 | 0.70 | 0.89 | 1.14 | 1.29 | 12.19 | 9.50 | 7.43 | 6.60 |
| 601336.SH | 新华保险 | 56.61 | 买入 | 2.54 | 3.44 | 4.25 | 5.01 | 22.29 | 16.46 | 13.32 | 11.30 |

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

夏昌盛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518110003
xiachangsheng@tfzq.com
罗钻辉 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518060005
luozuanhui@tfzq.com
舒思勤 联系人
shusiqin@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《保险-行业深度研究: 保险股估值的国际比较与影响因素探析——基于美国、日本、英国、中国台湾、中国香港的经验》 2019-07-22
- 《保险-行业专题研究: 中报前瞻: 利润增速有望超预期, 预计 3 季度寿险保费端增长趋势向好》 2019-07-09
- 《保险-行业点评: 6 月保险行业投资策略: 5 月保费端表现有所分化, 平安新单保费增速回暖》 2019-06-17

表 1：中报利润情况

| 单位：亿 | 2018Q1 | 2019Q1 | 同比 | 2018Q2 | 2019Q2 | 同比 | 2018H1 | 2019H1 | 同比 |
|------|--------|--------|-------|--------|-------------|---------------|--------|-------------|-----------|
| 中国人寿 | 135.2 | 260.3 | 92.6% | 29.05 | 92.8-125.6 | 219.3%-332.4% | 164.2 | 353.1-385.9 | 115%-135% |
| 中国太保 | 37.5 | 54.8 | 46.1% | 45.0 | 107.0 | 137.6% | 82.5 | 161.8 | 96% |
| 新华保险 | 26.1 | 33.7 | 29.1% | 31.9 | 70.7 | 121.7% | 58.0 | 104.4 | 80% |
| 中国人保 | 52.5 | 58.9 | 12.1% | 45.17 | 77.9-97.4 | 72.4%-115.6% | 97.7 | 136.7-156.3 | 40%-60% |
| 中国财险 | 54.0 | 52.1 | -3.6% | 66.9 | 105.1-129.3 | 57.1%-93.3% | 120.9 | 157.2-181.4 | 30%-50% |

资料来源：利润预增公告，天风证券研究所

表 2：中报利润情况（2019 年利润中剔除“非经常性损益”）

| 单位：亿 | 2018Q1 | 2019Q1 | 同比 | 2018Q2 | 2019Q2 | 同比 | 2018H1 | 2019H1 | 同比 |
|------|--------|--------|-------|--------|------------|--------------|--------|-------------|--------------|
| 中国人寿 | 135.2 | 260.3 | 92.6% | 29.1 | 41.2-74.6 | 41.9%-154.9% | 164.2 | 301.6-334.4 | 83.6%-103.6% |
| 中国太保 | 37.5 | 54.8 | 46.1% | 45.0 | 59.0 | 31.0% | 82.5 | 113.8 | 37.8% |
| 新华保险 | 26.1 | 33.7 | 29.1% | 31.9 | 50.6 | 58.5% | 58.0 | 84.2 | 45.2% |
| 中国人保 | 52.5 | 58.9 | 12.1% | 45.2 | 47.9-67.3 | 6.1%-49.0% | 97.7 | 106.8-126.2 | 9.3%-29.2% |
| 中国财险 | 54.0 | 52.1 | -3.6% | 66.9 | 75.9-100.1 | 13.5%-49.7% | 120.9 | 128.0-152.2 | 5.9%-25.9% |

资料来源：利润预增公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |