



## 强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
中国平安	601318.SH	88.30	买入
中国人寿	601628.SH	29.26	增持
中国太保	601601.SH	38.20	增持
新华保险	601336.SH	50.28	增持

资料来源：万得，中银国际证券  
以2019年09月04日当地货币收市价为标准

# 保险行业2019年半年报综述

## 建久安之势，成长治之业

减税政策利好+权益市场回暖贡献业绩，归母净利润同比增速创近年来新高。负债端表现分化明显，各家NBV表现差异较大；资产端普遍受益于市场行情的回暖，投资资产规模提升。

- **减税新政+权益市场回暖拉动净利润，同比增速创近年新高：**1) 19H四家上市险企合计实现归母净利润1,620.1亿元，同比+82.9%，主要受到税收新政下缴税减少+去年缴税冲回的一次性调整+权益市场回暖贡献业绩的影响；2) 19H平安\太保归母营运利润为734.6\136.2亿元，同比+23.8%\+14.7%，剔除短期波动的影响，中国平安仍然实现平稳增长。
- **负债端表现分化，代理人和新业务价值率面临瓶颈：**1) 代理人增员承压，清虚节奏分化明显：19H平安\人寿\太保\新华个险代理人为128.6\157.3\79.6\38.6万人，环比18年末增速为-12.6%\9.3%\-6.0%\4.3%。人寿代理人清虚布局早于同业，规模已回升；新华Q1完成清虚，Q2代理人人数已回升；平安\太保仍受清虚影响，代理人规模承压；2) 个险新单承压：平安\太保个险新单保费分别为717.2\263.1亿元，同比-11.7%\-10.1%。人寿\新华长险首年保费收入为646.5\90.6亿元，同比增+5.0%\-2.4%；3) NBV分化明显，新业务价值率遇到瓶颈：平安\人寿\太保\新华NBV为410.5\345.7\149.3\58.9亿元，同比+4.7%\+22.7%\-8.4%\-8.7%。19HNBV margin分别为44.7%\36.6%\39.0%\37.8%，同比变动+5.7%\+4.3%\-2.4%\-6.5个百分点。
- **投资端大幅受益于权益市场回暖：**1) 权益市场回暖拉动投资收益率提升：平安\人寿\太保\新华总投资收益率分别为5.6%\5.8%\4.8%\4.7%，同比变动+1.5%\+2.1%\+0.3%\-0.1个百分点；净投资收益率分别为4.5%\4.7%\4.6%\5.0%，同比提高0.3\0\0.1\0个百分点；2) 投资资产规模大幅提升，权益类资产配置比例增加：平安\人寿\太保\新华投资资产规模达3.0\3.3\1.4\0.8万亿元，太保与新华投资规模增长超过10%。险企普遍增配超长久期债券，把握利率波动中的配置时机，拉长资产久期，减少久期匹配缺口。

### 投资建议

- 保险行业面临利率持续下行的压力，近期银保监会发布责任准备金评估利率新规，引导险企审慎评估产品定价利率，评估利率与市场利率联动，同时规定利率高于3.5%的年金险需要银保监会审批。短期内对少数公司产品策略有影响，但长期利差损风险减小。19H代理人增员承压，原有通过代理人增员扩张推进新单销售的模式难以延续。各家公司在销售产品策略、代理人提质增员策略、科技赋能提升服务中差异化明显。推荐优先转型保障、经营稳定良好的**中国平安**。

### 风险提示

- 保障型保险产品保费增速不及预期；市场波动对投资收益、估值的双重影响；利率下行带来的险企投资不确定性。

### 相关研究报告

- 《保险行业事件点评》20190901
- 《7月上市险企保费数据点评》20190816
- 《保险行业6月保费点评》20190807

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



## 目录

<b>1. 税收新政利好叠加权益市场回暖，净利润爆发式增长 .....</b>	<b>4</b>
1.1 税收新政利好归母净利润增长，同比增速创近年新高 .....	4
1.2 剔除短期影响，中国平安及中国太保营运利润稳定释放 .....	5
1.3 上市险企内含价值平稳增长 .....	5
<b>2. 负债端分化明显，代理人和价值率或面临瓶颈 .....</b>	<b>6</b>
2.1 受个险代理人及价值率影响，保费收入增速回落 .....	6
2.1 新业务价值出现分化明显，价值率遇到瓶颈 .....	11
<b>3 投资端大幅受益于权益市场回暖 .....</b>	<b>12</b>
3.1 2019 年上半年债市震荡、股市回暖 .....	12
3.2 权益市场回暖带动投资收益率提升 .....	13
<b>4. 投资建议 .....</b>	<b>16</b>
<b>5. 风险提示 .....</b>	<b>17</b>



## 图表目录

图表 1. 2014H-2019H 上市险企归母净利润 .....	4
图表 2. 2014H-2019H 上市险企归母净利润同比增速 .....	4
图表 3. 2018H-2019H 归母净利润及所得税税收政策影响 .....	4
图表 4. 2019H 中国平安归母营运利润构成 .....	5
图表 5. 2019H 中国太保归母营运利润构成 .....	5
图表 6. 2018-2019H 上市险企内含价值及环比增速 .....	5
图表 7. 2016H-2019H 年上市险企保费收入 .....	6
图表 8. 2019 年 1-6 月上市险企当月保费及同比增速 .....	6
图表 9. 2018H-2019H 年上市险企个险渠道保费规模 .....	7
图表 10. 2015-2019H 年上市险企首年保费同比及环比增速 .....	7
图表 11. 2015H-2019H 年上市险企续期保费同比增速 .....	7
图表 12. 2019H 上市险企个险/银保/团险渠道保费收入占比 .....	8
图表 13. 2018H-2019H 年上市险企各险种保费收入占比 .....	9
图表 14. 2018H-2019H 年上市险企各险种保费收入及同比增速 .....	9
图表 15. 2009-2019H 年上市险企分红险保费收入同比/环比增速 .....	10
图表 16. 2009-2019H 年上市险企健康险保费收入同比/环比增速 .....	10
图表 17. 2014-2019H 上市险企代理人数量 .....	10
图表 18. 2015-2019H 上市险企代理人环比增速 .....	10
图表 19. 2018H-2019H 代理人人均新单保费收入及增速 .....	11
图表 20. 2018H-2019H 上市险企新业务价值及同比增速 .....	11
图表 21. 2018H-2019H 上市险企新业务价值率及变动 .....	11
图表 22. 2019H 十年国债到期收益率走势 .....	12
图表 23. 2019H 沪深 300/保险 II (申万) 指数涨幅走势 .....	12
图表 24. 2015-2019H 上市险企总投资收益率 .....	13
图表 25. 2015-2019H 上市险企净投资收益率 .....	13
图表 26. 2015-2019H 上市险企投资资产规模 .....	13
图表 27. 2018-2019H 上市险企投资资产规模及占比 .....	14
图表 28. 2014H-2019H 上市险企投资净收益 .....	15
图表 29. 2014H-2019H 上市险企公允价值变动净收益 .....	15
图表 30. 上市险企估值表 .....	16

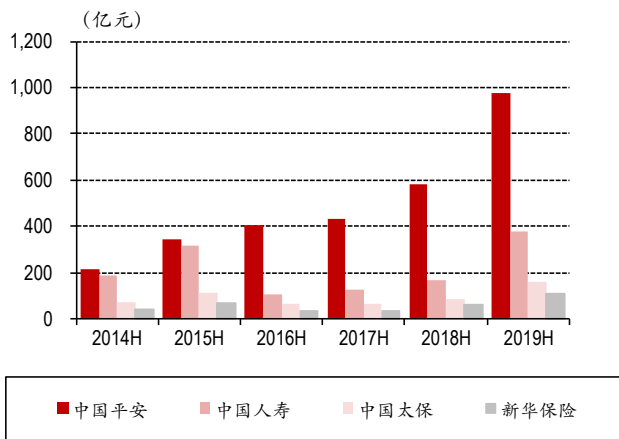
## 1. 税收新政利好叠加权益市场回暖，净利润爆发式增长

2019年上半年四家上市险企合计实现归母净利润 1,620.1 亿元，同比增长 82.9%。其中，中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险 2019 年上半年分别实现归母净利润 976.8、376.0、161.8 以及 105.5 亿元，同比增速分别为 68.1%、128.9%、96.1% 以及 81.8%。

2019 年上半年归母净利润大幅增长主要受益于：

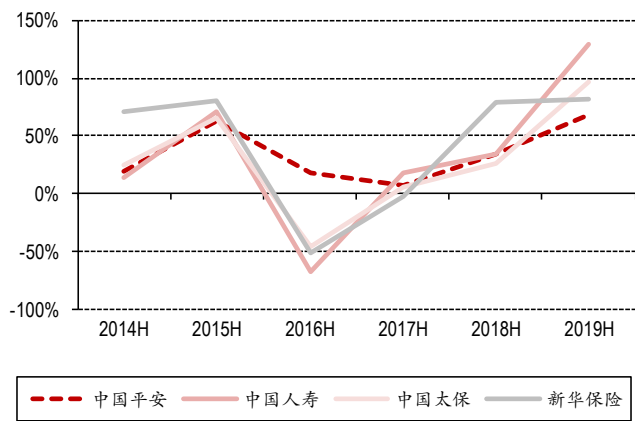
- 1) 权益市场显著回暖，上半年投资收益大幅改善；
- 2) 减税新政利好影响，增厚归母净利润。

图表 1. 2014H-2019H 上市险企归母净利润



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 2. 2014H-2019H 上市险企归母净利润同比增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

### 1.1 税收新政利好归母净利润增长，同比增速创近年新高

2019 年上半年上市险企归母净利润高速增长主要受到保险公司税收新政利好影响。2019 年 5 月 29 日，财政部发布《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》，保险企业发生与其经营活动有关的手续费及佣金支出，不超过当年全部保费收入扣除退保金等后余额的 18%（含本数）的部分（此前寿险为 10%；财险为 15%），在计算应纳税所得额时准予扣除；超过部分，允许结转以后年度扣除。

中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险分别在 2019 年上半年因税收新政利好，分别贡献净利润 104.5、51.5、48.8 及 18.5 亿元，剔除一次性缴税冲回影响后，归母净利润同比增速分别为 50.1%、97.6%、36.9% 及 49.9%。中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险四家上市险企归母净利润均呈爆发式增长，归母净利润同比增速创近年来新高。

图表 3. 2018H-2019H 归母净利润及所得税税收政策影响

单位：亿元	2018H	2019H	剔除一次性税收政策影响	剔除税收影响后的归母净利润	同比增速(%)
中国平安	581.0	976.8	104.5	872.3	50.1
中国人寿	164.2	376.0	51.5	324.5	97.6
中国太保	82.5	161.8	48.8	113.0	36.9
新华保险	58.0	105.5	18.5	87.0	49.9

资料来源：公司公告，中银国际证券

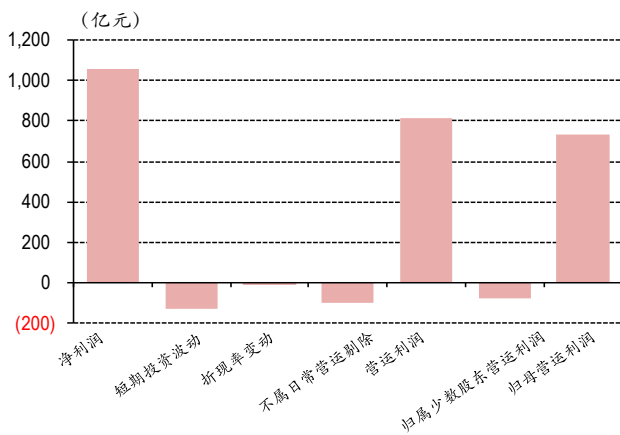
## 1.2 剔除短期影响，中国平安及中国太保营运利润稳定释放

2019 上半年中国平安及中国太保披露了归母营运利润，剔除短期投资波动、折现率波动、不属于日常营运（一次性调整）波动，营运利润更能反应保险公司实际长期、稳定的盈利能力。

中国平安及中国太保 2019 年上半年分别实现归母营运利润 734.6 及 136.2 亿元，同比增长 23.8%及 14.7%。其中，中国平安寿险及健康险业务归属于母公司股东的营运利润为 484.3 亿元，同比增长 36.1%，占 2019 年上半年集团营运利润的 65.9%，是集团营运利润的主要贡献来源。剔除一季度短期投资收益对利润的提振，中国平安仍然实现平稳的业绩增长。

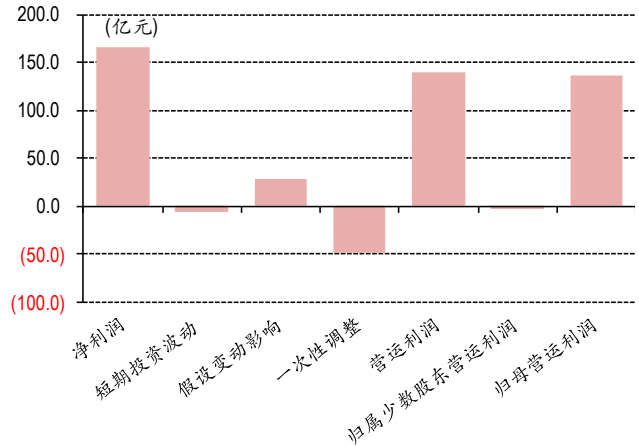
在营运利润的口径指导下，上市险企股票分红基础也将从净利润转化为营运利润为主。

图表 4. 2019H 中国平安归母营运利润构成



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 5. 2019H 中国太保归母营运利润构成

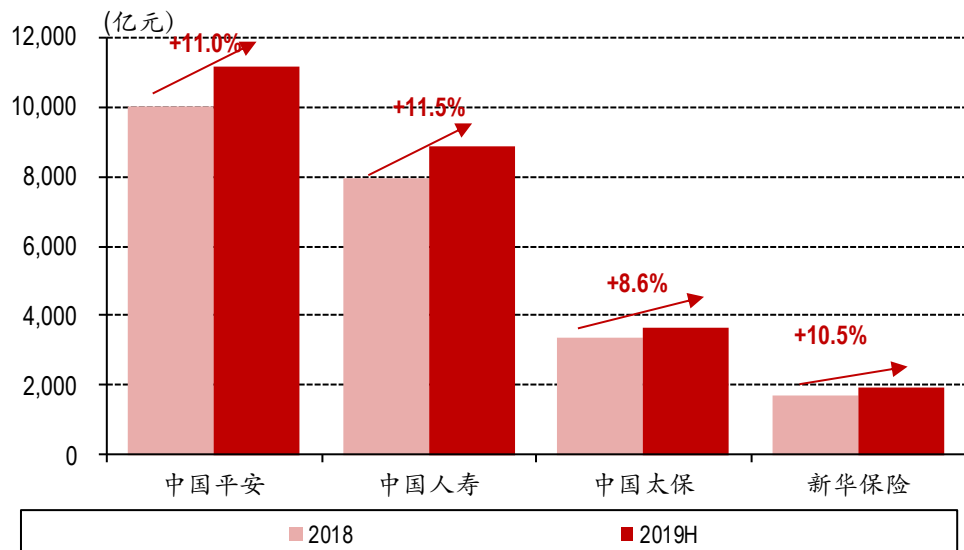


资料来源：公司公告，中银国际证券

## 1.3 上市险企内含价值平稳增长

2019 上半年中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险分别实现内含价值 11,131.8、8,868.0、3,651.2 以及 1,914.0 亿元，环比 2018 年末增速分别为 11.0%、11.5%、8.6%以及 10.5%。上市险企内含价值环比增速均表现良好，主要原因是 2018 年因投资偏差对内含价值产生影响，2019 年以来投资收益改善，投资偏差贡献由负转正，以及税收新政一次性缴税冲回对于内含价值一次性影响。

图表 6. 2018-2019H 上市险企内含价值及环比增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

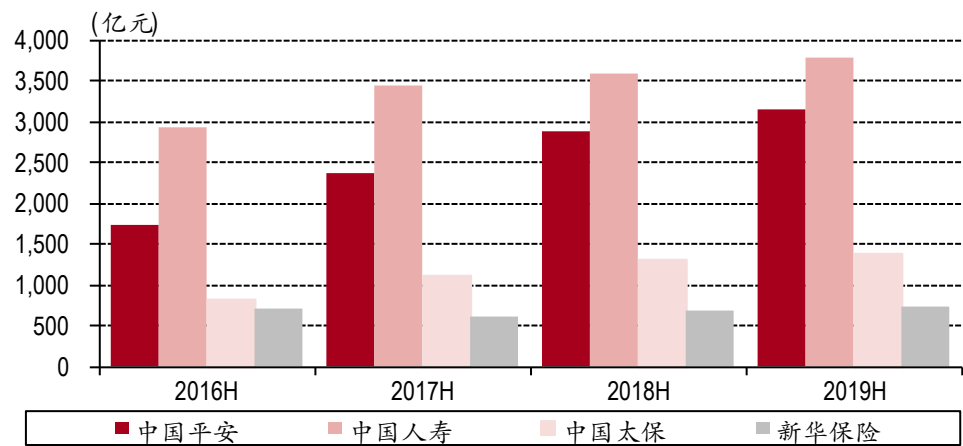
## 2. 负债端分化明显，代理人和价值率或面临瓶颈

### 2.1 受个险代理人及价值率影响，保费收入增速回落

#### 2.1.1 总保费收入增速回落，但仍保持正增长

根据银保监会数据统计，2019 上半年保险行业实现保费收入 25,537 亿元，同比增长 14.2%。四家上市险企共实现保费收入 9,062 亿元，同比增长 6.8%。四家上市险企市占率为 35.5%，较 2018 上半年同比下降 2.4 个百分点（前值为 37.9%）。中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险分别实现保费收入 3,158、3,780、1,384 以及 740 亿元，同比增长 9.2%、4.9%、5.6% 以及 9.0%。中国平安和新华保险保费收入增速领跑上市险企，主要是保障型产品策略不同导致续期拉动作用不同。

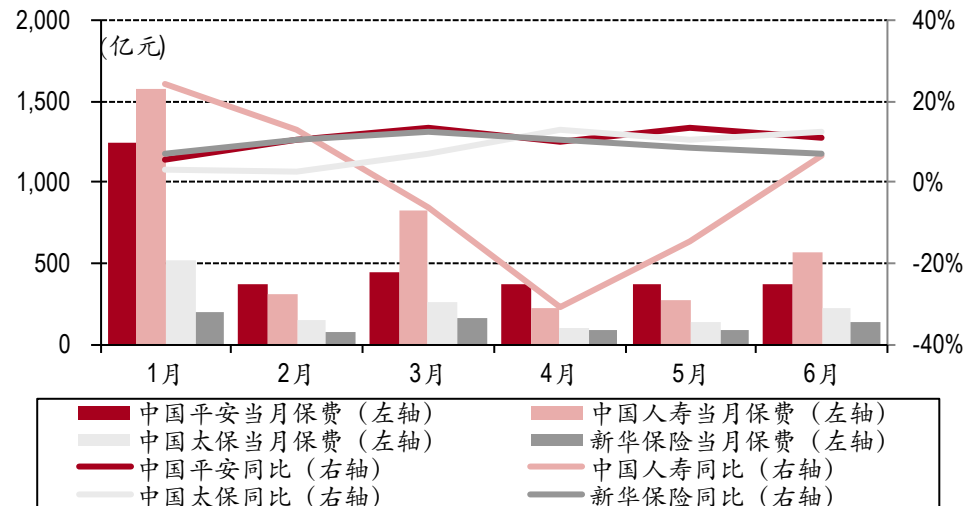
图表 7. 2016H-2019H 年上市险企保费收入



资料来源：公司公告，中银国际证券

中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险上半年单月保费收入除中国人寿外，其余三家单月保费收入趋于稳定。中国人寿 2019 年开门红布局早于同业，以及 2019 开门红主打产品 4.025% 年金产品销售高于市场预期等因素，2019 年 1-2 月保费收入领跑同业，3-4 月受去年同期高基数影响有所下降，5-6 月单月保费收入同比增速回暖。

图表 8. 2019 年 1-6 月上市险企当月保费及同比增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

### 2.1.2 个险新单承压，续期保费增速放缓

2019 年开门红销售低于预期的情况下，各家上市险企新单保费出现分化。中国平安及中国太保个险新单规模保费分别为 717.2 及 263.1 亿元，同比增速分别为-11.7%及-10.1%。中国人寿及新华保险长期险首年保费收入分别为 646.5 及 90.6 亿元，同比增速分别为 5.0%及-2.4%。除中国人寿保持长险首年保费增长外，其余三家个险新单保费均处于下滑态势。

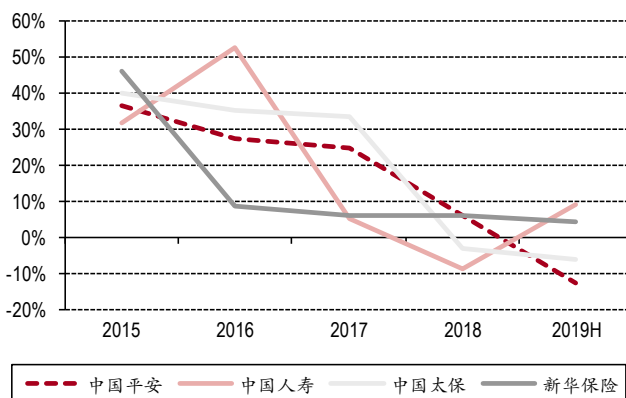
中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险续期保费收入分别为 2,449.5、2,180.2、1,006.7 以及 486.1 亿元，同比增速分别为 8.6%、6.5%、13.5%以及 11.1%。续期保费增速在近 6 年期间持续增长，但增速变缓。

图表 9. 2018H-2019H 年上市险企个险渠道保费规模

中国平安 (人民币: 亿元)	个险渠道	个险新单规模保费 <sup>1</sup>	其中: 期缴业务	*趸交业务	续期业务
2018H	3,396.6	811.9	779.1	0.3	2,254.9
2019H	3,564.0	717.2	667.6	0.5	2,449.5
同比增速(%)	4.9	(11.7)	(14.3)	51.3	8.6
中国人寿 (人民币: 亿元)	个险渠道	长期险首年业务	其中: 首年期交	其中: 趸交业务	续期业务
2018H	2,722.3	615.7	614.4	1.2	2,047.8
2019H	2,905.6	646.5	645.3	1.2	2,180.2
同比增速(%)	6.7	5.0	5.0	(0.8)	6.5
中国太保 (人民币: 亿元)	代理人渠道	其中: 新保业务	其中: 期缴业务	*趸交业务 <sup>2</sup>	续期业务
2018H	1,179.8	292.5	271.9	0.2	887.3
2019H	1,269.8	263.1	228.0	0.4	1,006.7
同比增速(%)	7.6%	(10.1)	(16.1)	70.5	13.5
新华保险 (人民币: 亿元)	个险渠道	长期险首年保费	其中: 期缴业务	其中: 趸交业务	续期业务
2018H	546.8	92.8	92.5	0.4	437.7
2019H	599.9	90.6	90.5	0.1	486.1
同比增速(%)	9.7	(2.4)	(2.1)	(68.6)	11.1

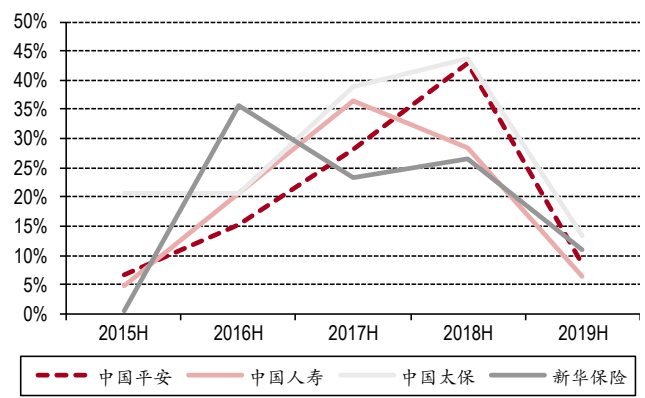
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 10. 2015-2019H 年上市险企首年保费同比及环比增速



资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 11. 2015H-2019H 年上市险企续期保费同比增速



资料来源: 公司公告, 中银国际证券

<sup>1</sup> 该口径为中国平安新业务中代理人渠道

<sup>2</sup> 中国平安及中国太保趸交业务为中银国际证券测算

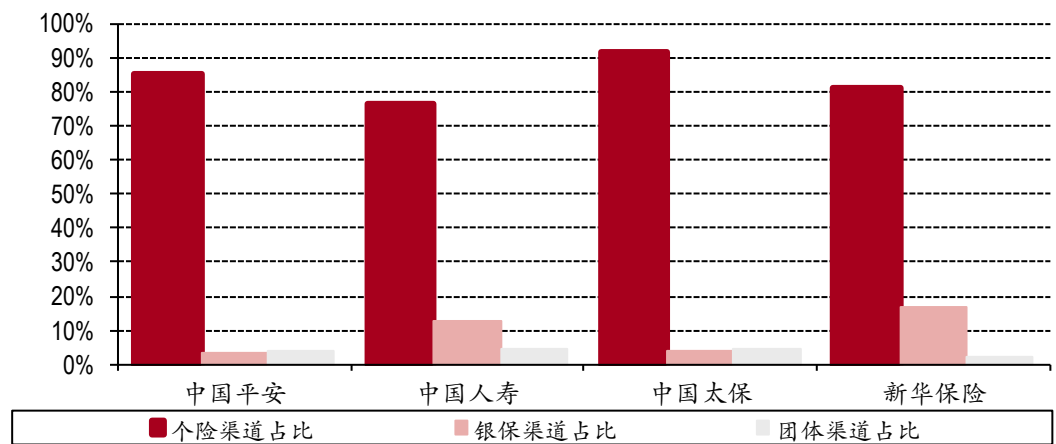
### 2.1.3 个险渠道占比继续上升，中国平安多元渠道发展势头渐进

2019 上半年上市险企保费收入各渠道占比中，个险渠道仍是保费收入主要贡献渠道。中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险个险渠道分别实现保费收入 3,166.7、2,905.6、1,269.8 以及 599.9 亿元。

个险渠道占总保费收入占比分别为：85.6%、76.9%、91.7%以及 81.1%，同比分别增长-1.5、1.4、1.7 以及 0.5 个百分点。上市险企在 2019 上半年调整渠道布局，除中国平安外普遍收缩银保渠道。中国平安主力发展个险渠道协同，利用集团渠道优势，发展电销、互联网及其它渠道。

2019 上半年中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险银保渠道保费收入分别为 117.3、473.6、54.2 以及 124.7 亿元，保费收入占比分别为 3.2%、12.5%、3.9%以及 16.9%，同比变动+0.4、-3.0、-2.3 以及 -0.6 个百分点。中国人寿以及新华保险因过去依赖银保渠道销售，银保渠道占比较其他两家高，转型个险渠道尚需时日，但压缩银保渠道趋势明显。

图表 12. 2019H 上市险企个险/银保/团险渠道保费收入占比



资料来源：公司公告，中银国际证券

### 2.1.4 保险产品结构优化，保障型业务推动价值提升

上市险企保险产品结构不断转向保障型保险产品。中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险 2019 上半年健康险保费收入分别为 546.9、624.2、277.2 以及 279.8 亿元，同比增速分别为 22.4%、29.8%、56.0%以及 25.9%，整体呈现稳定增长趋势。中国太保健康险增速领涨，依托集团内专业健康险子公司提供健康险产品及专业健康险服务，提升公司内健康险保费收入增速。四家险企传统寿险增速分别为 19.5%、1.0%、17.8%以及 18.7%，除中国人寿外，其余三家增速均在两位数以上。

分红险及万能险增速逐步放缓，中国平安、中国太保以及新华保险 2019 上半年分红险保费收入增速分别为-14.3%、-2.8%以及-10.0%，均为负增长。万能险则出现不同态势，中国平安、中国太保和新华保险 2019 年上半年万能险增速分别为-12.6%、23.8%，新华保险万能险同比增速持平，并且均为续保保费。中国人寿推进的税优养老险正在持续快速增长。

从险种分布来看，2019 上半年上市险企产品销售重点在长期健康险和传统寿险，逐步淡化分红险占比。中国平安、中国太保以及新华保险分红险占比分别下降 8.2、4.8 及 7.3 个百分点。中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险传统寿险占比分别上升 2.0、0.9、3.7 以及 2.1 个百分点；长期健康险占比增长幅度较大，分别为 2.1、4.0、6.5 以及 5.1 个百分点。





图表 13. 2018H-2019H 年上市险企各险种保费收入占比

中国平安	分红险	万能险	传统寿险	长期健康险	意外及短期健康险	年金	投资连结险
2018H(%)	44.3	19.9	14.4	12.7	6.9	1.5	0.3
2019H(%)	36.1	16.5	16.3	14.8	7.5	8.6	0.2
占比变动 (百分点)	(8.2)	(3.4)	2.0	2.1	0.5	7.0	0.0
中国人寿	分红险	万能险	传统寿险	健康险	意外险		
2018H(%)			84.4	13.3	2.2		
2019H(%)			85.3	17.3	2.2		
占比变动 (百分点)			0.9	4.0	0.0		
中国太保	分红险	万能险 <sup>3</sup>	传统寿险	其中: (长期健康) <sup>4</sup>	短期意外	税延养老	
2018H(%)	61.9	0.0	31.4	13.5	6.4	0.2	
2019H(%)	57.1	0.0	35.1	20.0	7.8	0.0	
占比变动 (百分点)	(4.8)	0.0	3.7	6.5	1.3	(0.2)	
新华保险	分红险	万能险	传统寿险	长期健康险	短期意外		
2018H(%)	42.1	0.0	23.7	32.8	1.5		
2019H(%)	34.7	0.0	25.8	37.8	1.7		
占比变动 (百分点)	(7.3)	0.0	2.1	5.1	0.2		

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 14. 2018H-2019H 年上市险企各险种保费收入及同比增速

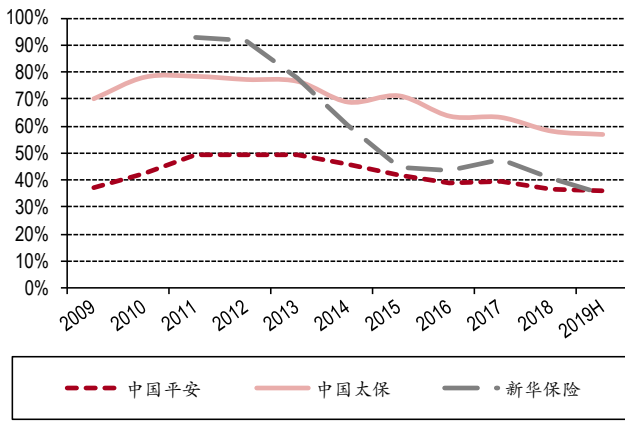
中国平安 单位: 亿元	分红险	万能险	传统寿险	长期健康险	意外及短期健康险	年金	投资连结险
2018H	1,559.0	700.4	505.9	446.9	244.3	54.4	9.2
2019H	1,335.6	611.9	604.4	546.9	275.7	316.4	8.6
同比增速 (%)	(14.3)	(12.6)	19.5	22.4	12.8	482.1	(6.4)
中国人寿 单位: 亿元	分红险	万能险	传统寿险	健康险	意外险		
2018H	-	-	3,043.4	480.9	80.5		
2019H	-	-	3,074.6	624.2	81.0		
同比增速 (%)	-	-	1.0	29.8	0.6		
中国太保 单位: 亿元	分红险	万能险	传统寿险	(长期健康)	短期意外	税延养老	
2018H	813.1	0.4	412.2	177.7	84.6	3.0	
2019H	790.2	0.5	485.7	277.2	107.5	0.4	
同比增速 (%)	(2.8)	23.8	17.8	56.0	27.0	(87.3)	
新华保险 单位: 亿元	分红险	万能险	传统寿险	长期健康险	短期意外		
2018H	285.4	0.2	160.8	222.3	10.0		
2019H	256.8	0.2	190.9	279.8	12.2		
同比增速 (%)	(10.0)	0.0	18.7	25.9	21.8		

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

<sup>3</sup> 中国太保万能险保费收入占比较小;

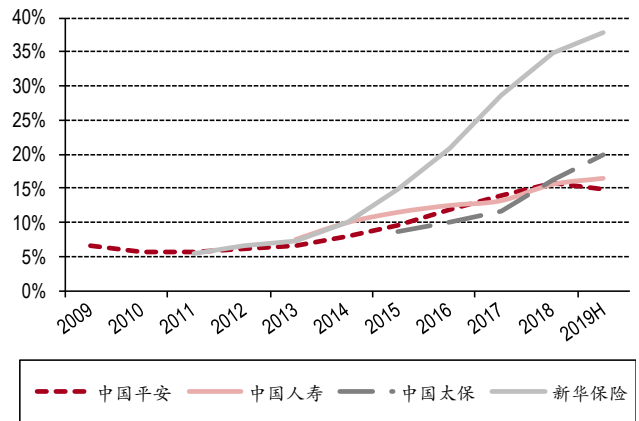
<sup>4</sup> 中国太保长期健康险为传统寿险口径下

图表 15. 2009-2019H 年上市险企分红险保费收入同比/环比增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 16. 2009-2019H 年上市险企健康险保费收入同比/环比增速

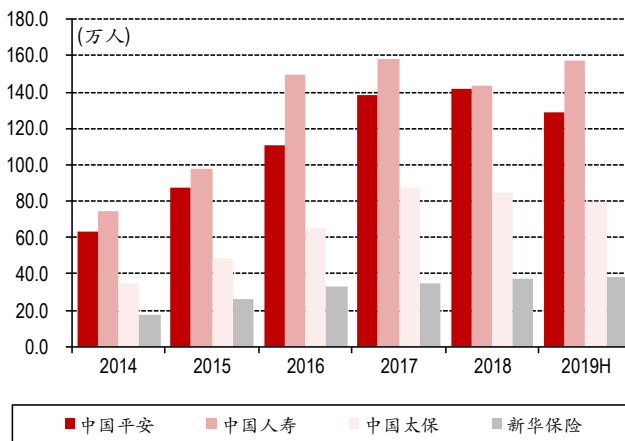


资料来源：公司公告，中银国际证券

### 代理人增员承压，规模质量分化明显

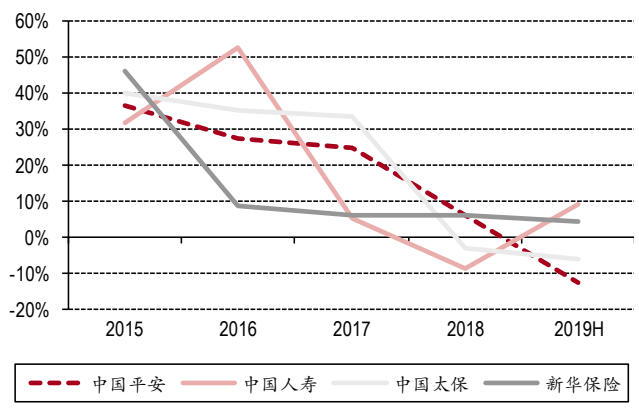
截至 2019 上半年，中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险个险渠道代理人数量分别为 128.6、157.3、79.6 以及 38.6 万人，环比 2018 年末增速分别为-12.6%、9.3%、-6.0%以及 4.3%。中国人寿及新华保险在同业人力小幅下滑的环境下，仍能保持人力稳定增长。中国人寿代理人清虚布局早于同业，2018 年代理人脱落明显，2019 年一季度、二季度人力分别增长 9.8 及 3.6 万人，代理人规模回升。新华保险 2019 年一季度代理人队伍规模下滑，二季度增员效果显著，较 2018 年末代理人队伍小幅增长。

图表 17. 2014-2019H 上市险企代理人数量



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 18. 2015-2019H 上市险企代理人环比增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

代理人人均产能均呈现下降趋势，中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险较 2018 年同期增速分别为-3.9%、-3.8%、-5.2%及-15.5%，中国平安人均新单同比降幅较少。中国平安注重寿险代理人质量，使用科技加持。代理人渠道新业务价值同比增长 2.5%，代理人渠道新业务价值率 58.9%，同比提升 9.9 个百分点。中国平安依托于 AI 技术，为代理人提供咨询解答、业务查询、智能办理功能及销售场景模拟演练，提升代理人队伍高素质发展；中国人寿环比 2018 年末增速下降最小，主要原因是中国人寿 2018 年代理人清虚布局早，2018 年末已有代理人脱落。

图表 19. 2018H-2019H 代理人人均新单保费收入及增速<sup>5</sup>

单位：亿元	2018	2018H	2019H	2019H 同比增速(%)
中国平安	922.5	580.3	557.7	(3.9)
中国人寿	552.6	427.3	411.0	(3.8)
中国太保	551.4	348.6	330.5	(5.2)
新华保险	562.5	277.8	234.7	(15.5)

资料来源：公司公告，中银国际证券

## 2.1 新业务价值出现分化明显，价值率遇到瓶颈

2019 上半年中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险新业务价值分别实现 410.5、345.7、149.3 以及 58.9 亿元，同比增长 4.7%、22.7%、-8.4% 以及 -8.7%。逐季来看，中国太保二季度新业务价值增速呈改善趋势（2019Q1 NBV 增速为 -13.5%；2019Q2 NBV 增速为 0.6%）；中国平安二季度新业务价值放缓（2019Q1 NBV 增速为 6.1%，2019Q2NBV 增速为 3.2%）。

图表 20. 2018H-2019H 上市险企新业务价值及同比增速

单位：亿元	2018H	2019H	同比增长 (%)
中国平安	392.1	410.5	4.7
中国人寿	281.7	345.7	22.7
中国太保	162.9	149.3	(8.4)
新华保险	64.5	58.9	(8.7)

资料来源：公司公告，中银国际证券

各家上市险企新业务价值驱动因素及变化方向有所分化。中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险 2019 上半年新业务价值率分别为 44.7%、36.6%、39.0% 及 37.8%，中国太保及新华保险新业务价值率分别下降 2.4 及 6.5 个百分点。中国平安及中国人寿新业务价值率逆势增长，分别提升 5.7、4.3 个百分点；中国平安新业务价值率主要受益于短交储蓄型产品占比持续下降，保障型产品高新业务价值率提升；中国人寿推出特定保障型产品（长期健康险、终身寿险等）转型成功，特定保障型产品保费占首年期交保费的比例同比提升 5.0 个百分点；新华保险新业务价值率下降，主要受到短期内产品策略转型，推出年金险产品刺激代理人收入提升，以及短期意外险增速较快影响。

图表 21. 2018H-2019H 上市险企新业务价值率及变动

单位：%	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险
2018H	39.0	32.3	41.4	44.3
2019H	44.7	36.6	39.0	37.8
同比变动	5.7	4.3	(2.4)	(6.5)

资料来源：公司公告，中银国际证券

<sup>5</sup>代理人人均首年保费收入=个险渠道新单保费/代理人数量。中国平安及中国太保使用个险新单保费；中国人寿及新华保险使用首年保费。

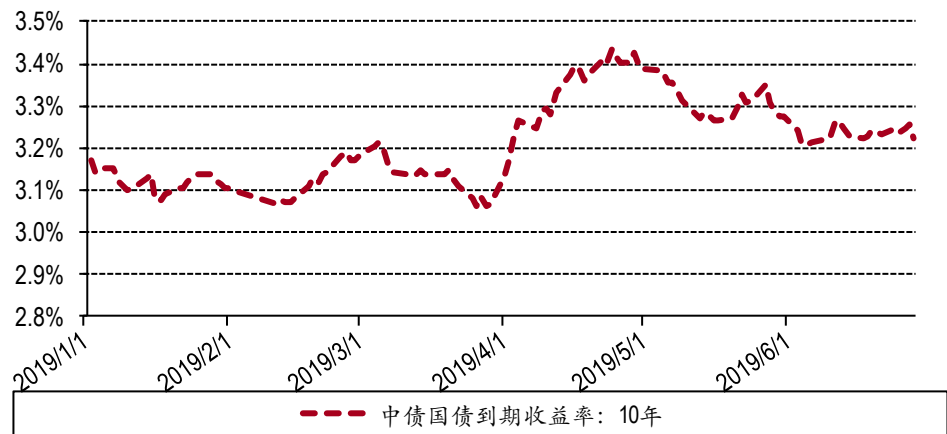


### 3 投资端大幅受益于权益市场回暖

#### 3.1 2019 年上半年债市震荡、股市回暖

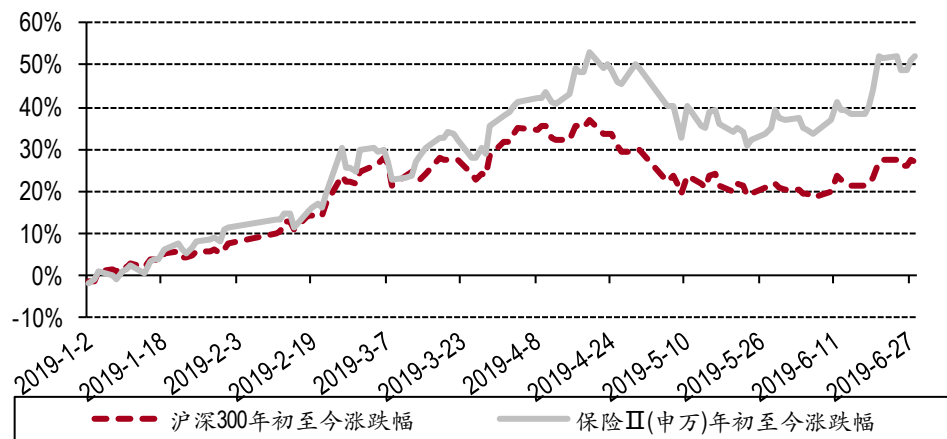
十年期国债收益率波动较大，一季度末触底，进入 4 月后快速上扬，最高至 3.43%。5 月以来下行势头较为明显，截止到 6 月末，十年期国债到期收益率较 2018 年末小幅下降至 3.23%。权益市场表现同比大幅改善，上半年沪深 300 指数、保险指数涨幅分别达 27.1%，52.1%。

图表 22. 2019H 十年国债到期收益率走势



资料来源：万得，中银国际证券

图表 23. 2019H 沪深 300/保险 II (申万) 指数涨幅走势

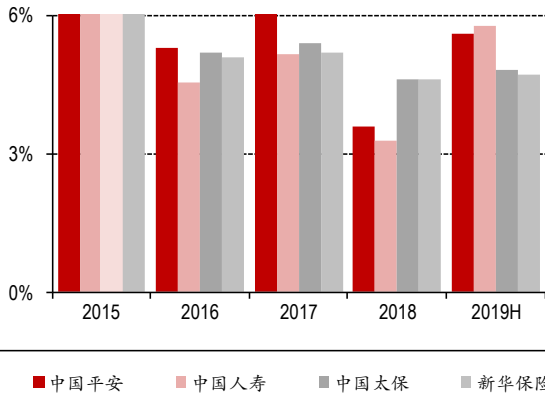


资料来源：万得，中银国际证券

### 3.2 权益市场回暖带动投资收益率提升

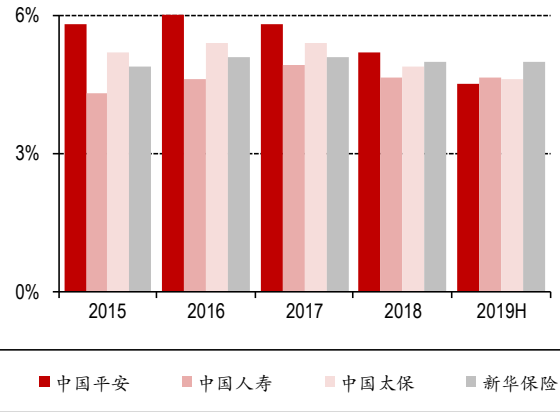
2019 上半年权益市场表现同比向好，上市险企投资收益率大幅提升。2019 上半年中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险分别实现总投资收益率 5.6%、5.8%、4.8% 以及 4.7%，同比变动 1.5、2.1、0.3 以及 -0.1 个百分点；净投资收益率分别为 4.5%、4.7%、4.6% 以及 5.0%，同比提高 0.3、0、0.1 以及 0 个百分点。受益于权益市场整体上行，上半年上市险企整体总投资收益率有所上升。新华保险受投资资产买卖价差损益和投资资产减值损失影响，总投资收益率较去年同期小幅下降。

图表 24. 2015-2019H 上市险企总投资收益率



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 25. 2015-2019H 上市险企净投资收益率

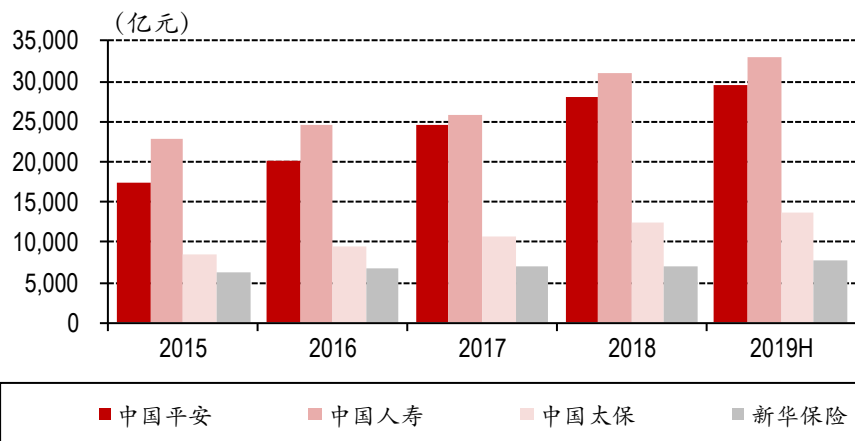


资料来源：公司公告，中银国际证券

#### 3.2.1 投资资产规模大幅提升，权益类资产配置比例增加

2019 上半年，上市险企投资资产规模均实现平稳增长。中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险投资资产规模分别达 3.0<sup>6</sup>、3.3、1.4<sup>7</sup>、0.8 万亿元，较 2018 年末环比增长 5.8%、6.4%、10.0% 以及 10.5%。其中，中国太保与新华保险投资规模增长超过 10%，增速较快。上市险企资产配置策略变动主要体现在债券配置期限明显拉长，权益类占比整体提升，投资资产规模扩大。

图表 26. 2015-2019H 上市险企投资资产规模



资料来源：公司公告，中银国际证券

<sup>6</sup> 中国平安为集团合并投资资产

<sup>7</sup> 中国太保为集团合并投资资产

2019 上半年中国平安、中国人寿、中国太保权益类资产投资占比均有不同程度的提升。中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险权益类资产占总投资资产占比分别为 14.0%、15.4%、13.7%以及 15.8%，环比 2018 年末分别变动 1.2、1.7、1.2 以及-0.8 个百分点。中国平安、中国人寿、中国太保固定收益类资产占比环比分别下降 0.9%、1.7%、0.5%，新华保险仍将债权型金融资产投资作为公司资产配置的主要方向，上半年重点投资了长久期国债、地方政府债等利率债品种，固定收益类资产占比较去年底提升了 1.7%。

图表 27. 2018-2019H 上市险企投资资产规模及占比

单位：亿元		现金及定存	固定收益类	权益类	其他类	总投资资产 <sup>8</sup>
中国平安	2018	3,178	19,476	3,580	1,713	27,946
	2019H	3,240	20,343	4,145	1,839	29,568
	2018 年占比(%)	11.4	69.7	12.8	6.1	100.0
	2019H 年占比(%)	11.0	68.8	14.0	6.2	100.0
	变动 (%)	(0.4)	(0.9)	1.2	0.1	-
单位：亿元		现金及定存	固定收益类	权益类	其他类	总投资资产 <sup>9</sup>
中国人寿	2018	625	24,072	4,247	2,114	31,058
	2019H	623	25,055	5,087	2,294	33,059
	2018 年占比(%)	2.0	77.5	13.7	6.8	100.0
	2019H 年占比(%)	1.9	75.8	15.4	6.9	100.0
	变动(%)	(0.1)	(1.7)	1.7	0.1	-
单位：亿元		现金及定存	固定收益类	权益类	其他类	总投资资产 <sup>10</sup>
中国太保	2018	454	10,248	1,545	85	12,332
	2019H	422	11,197	1,859	85	13,563
	2018 年占比(%)	3.7	83.1	12.5	0.7	100.0
	2019H 年占比(%)	3.1	82.6	13.7	0.6	100.0
	变动(%)	(0.6)	(0.5)	1.2	(0.1)	-
单位：亿元		现金及定存	固定收益类	权益类	其他类	总投资资产 <sup>11</sup>
新华保险	2018	737	4,599	1,161	501.7	6,998
	2019H	786	5,214	1,222	509.5	7,732
	2018 年占比(%)	10.5	65.7	16.6	7.2	100.0
	2019H 年占比(%)	10.2	67.4	15.8	6.6	100.0
	变动(%)	(0.4)	1.7	(0.8)	(0.6)	-

资料来源：公司公告，中银国际证券

### 3.2.2 公允价值变动净收益同比由负转正

2019 上半年中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险公允价值变动净收益较去年同期扭负为正，分别实现 278.8、118.5、9.0 以及 5.5 亿元。去年同期值分别为-111.5、-52.6、-15.4 以及-2.0 亿元。

2019 上半年中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险分别实现投资净收益 444.0、804.2、324.1 以及 173.3 亿元，同比增速分别为 31.4%、35.4%、17.7%、以及 0.7%。中国平安以及中国人寿主动把握市场机会，投资净收益高速增长。

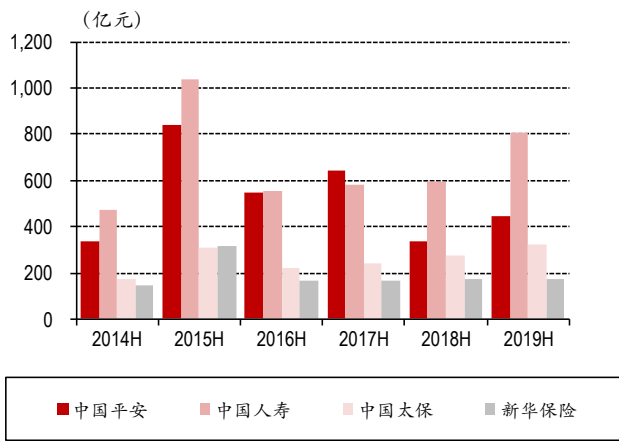
<sup>8</sup> 中国平安现金及定存包括报表中现金、现金及等价物以及定期存款；固定收益类为债权型金融资产；权益类资产为股权型金融资产，包括长期股权投资、投资性物业及其他投资类资产归入其他资产中。

<sup>9</sup> 中国人寿现金及定存包括报表中的现金及其他、固定收益类为固定到期日金融资产，权益类资产为权益类金融资产，其他主要包括投资性地产及联营企业和合营企业投资。

<sup>10</sup> 中国太保现金及定存包括报表中的现金、现金及等价物；其他类包括投资性房地产。

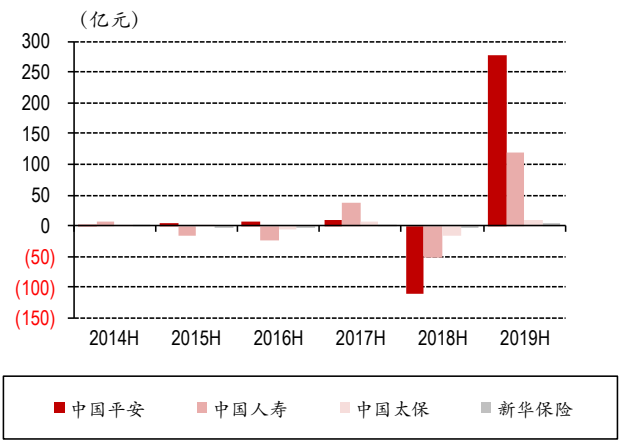
<sup>11</sup> 新华保险现金及定存包括报表中定期存款及现金及现金等价物；固定收益类为债券类金融资产；权益类资产为股权型金融资产；其他类包括长期股权投资及其他投资。

图表 28. 2014H-2019H 上市险企投资净收益



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 29. 2014H-2019H 上市险企公允价值变动净收益



资料来源：公司公告，中银国际证券

## 4. 投资建议

保险行业面临利率持续下行的压力，近期银保监会发布责任准备金评估利率新规，引导险企审慎评估产品定价利率，评估利率与市场利率联动，同时规定利率高于 3.5% 的年金险需要银保监会审批，短期内对少数公司产品策略有影响，但长期利差损风险减小。19H 代理人增员承压，原有通过代理人增员扩张推进新单销售的模式难以延续。各家公司在销售产品策略、代理人提质增员策略、科技赋能提升服务中差异化明显。推荐优先转型保障、经营稳定良好的**中国平安**。

图表 30. 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	29.26	EVPS	25.97	28.13	32.94	38.11	44.50	增持
			P/EV	1.13	1.04	0.89	0.77	0.66	
			NBVPS	2.13	1.75	2.08	2.29	2.52	
			NBVX	13.76	16.70	14.08	12.79	11.63	
601318.SH	中国平安	88.3	EVPS	43.02	54.84	67.01	80.02	95.20	买入
			P/EV	2.05	1.61	1.32	1.10	0.93	
			NBVPS	3.68	3.95	4.29	4.81	5.47	
			NBVX	23.96	22.33	20.60	18.34	16.14	
601601.SH	中国太保	38.2	EVPS	31.58	37.09	42.67	49.21	57.43	增持
			P/EV	1.21	1.03	0.90	0.78	0.67	
			NBVPS	2.95	2.99	3.04	3.13	3.24	
			NBVX	12.95	12.76	12.56	12.19	11.81	
601336.SH	新华保险	50.28	EVPS	49.20	55.51	63.03	71.33	81.82	增持
			P/EV	1.02	0.91	0.80	0.70	0.61	
			NBVPS	3.87	3.91	3.97	4.09	4.30	
			NBVX	13.00	12.85	12.67	12.29	11.69	
<b>行业平均 PEV</b>				<b>1.15</b>	<b>0.97</b>	<b>0.84</b>	<b>0.72</b>		

资料来源：万得，中银国际证券  
\*以 2019 年 9 月 4 日收市价为标准





## 5. 风险提示

- 1) **保障型保险产品保费增速不及预期：**保障型保险产品侧重于价值提升，2019年上市险企采用代理人增员、修改基本法激励措施、代理人考核引导等方式继续加强保障型保险产品销售，但整体保障型产品转型与市场接受度具有不确定性。
- 2) **市场波动对投资收益、估值的双重影响：**保险资产端受权益市场影响，中美贸易关系带来的权益类市场波动影响，对于保险权益投资及估值具有双重影响。
- 3) **利率下行带来的险企投资不确定性：**保险资金端因风险偏好影响，重点配置固定利率债券产品，目前宏观环境存在不确定性，若利率下行将对保险行业带来较大影响。

## 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