

NBV 增速明显分化，减税抬升 ROE 中枢

——保险行业 2019 年中报综述

强于大市（维持）

日期：2019 年 09 月 05 日

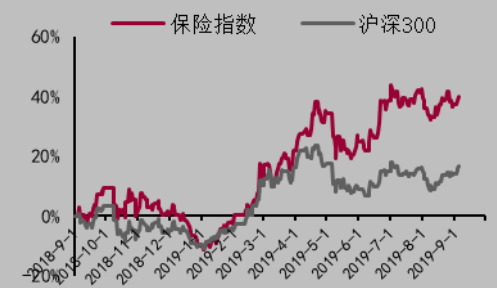
行业核心观点：

2019 年上半年，上市险企在减税新政和投资转好影响下，净利润和综合收益高速增长，新业务价值方面增速出现分化，国寿>平安>太保新华，内含价值在预期回报、新业务贡献、投资偏差等因素驱动下实现较快增长，剩余边际整体增速也较高，足以对上市险企未来几年的利润表现形成支撑，确保 ROE 保持在较高水平。截至 9 月 4 日，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险 PEV（2019E）分别为 0.89、1.33、0.89、0.77 倍，整体估值水平处于合理区间，部分公司相对低估，考虑到保险行业长期成长性较好，保险股估值有望继续提升，维持保险行业“强于大市”评级，短期推荐低估值的纯寿险标的，长期看好盈利能力领先的综合金融集团。

投资要点：

- **总体业绩：NBV 增速明显分化，减税抬升 ROE 中枢。**上半年新业务价值增速分化，国寿、人保寿险增速领先，太保、新华负增长，平安新业务价值率重回领先，新华价值率明显下降。减税落地+投资改善，上市险企利润高速增长，ROE 中枢有所抬升，平安受益于减税营运利润实现快速增长，太保首次披露营运利润口径略有不同。
- **业务：寿险人力增速分化，财险增长仍靠非车险。**上半年寿险续期保费增速明显下降，对总保费拉动效应减弱，国寿十年及以上新单期交实现高速增长，新华健康险占比保持高位。人力增速分化，国寿量质齐升，新华规模增长但价值产能下降。财险方面，车险增长依然承压，保费增长仍靠非车险。
- **投资：权益市场大幅回暖，投资收益率明显改善。**上半年投资资产较快增长，受益于市场上行，多数公司权益类资产占比提升。净投资收益率保持稳定，总投资收益率、综合投资收益率明显改善，国寿投资端表现更优。准备金折现率基础曲线小幅上行，对利润影响有限。
- **价值：寿险 NBV 增速分化，剩余边际和内含价值保持较快增长，财险综合成本率上行但高税负缓解。**内含价值预期回报和新业务价值贡献推动寿险内含价值较快增长，投资偏差正贡献亦较大，剩余边际亦保持较快增长，未来利润持续性和确定性较强。财险严监管下手续费比例下降，减税新政促进税负缓解。
- **风险因素：规模人力大幅下降、新单销售不及预期、利率下行超预期、系统性风险。**

保险行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019 年 09 月 04 日

相关研究

- 万联证券研究所 20190829_公司半年报点评_AAA_新华保险 2019 年中报点评
- 万联证券研究所 20190826_公司半年报点评_AAA_中国太保 2019 年中报点评
- 万联证券研究所 20190822_公司半年报点评_AAA_中国人寿 2019 年中报点评
- 万联证券研究所 20190815_公司半年报点评_AAA_中国平安 2019 年中报点评

分析师：缴文超

执业证书编号:0270518030001
电话: 010-56508503
邮箱: jiaowc@wlzq.com

研究助理：喻刚

电话: 010-56508503
邮箱: yugang@wlzq.com

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

目录

1、总体业绩：NBV 增速明显分化，减税抬升 ROE 中枢.....	4
2、业务：寿险人力增速分化，财险增长仍靠非车险.....	6
2.1 寿险：续期拉动效应减弱，新单增长乏力结构保持较好.....	6
2.2 寿险：人力增速分化，队伍价值产能表现差异化.....	8
2.3 财险：车险增长依然承压，保费增长仍靠非车险.....	9
3、投资：权益市场大幅回暖，投资收益率明显改善.....	10
3.1 资产配置：投资资产较快增长，权益占比有所提升.....	10
3.2 投资收益率：净投资收益率保持稳定，总投资收益率、综合投资收益率明显改善.....	10
3.3 折现率变动：准备金折现率基础曲线小幅上行，对利润影响有限.....	11
4、价值：寿险新业务价值增速分化，剩余边际和内含价值保持较快增长，财险综合成本率上行但高税负缓解.....	12
4.1 寿险：新业务价值增速分化，平安价值率重回领先.....	12
4.2 寿险：投资对内含价值增长正贡献，净资产占 EV 比例均有提升.....	12
4.3 寿险：剩余边际保持较快增长，未来利润持续性和确定性较强.....	14
4.4 财险：综合成本率总体上行，高税负大幅缓解.....	14
4.5 财险：严监管下手续费比例下降，减税新政促进税负缓解.....	15
5、现金流与偿付能力：国寿新华现金流大幅改善，偿付能力总体维持高充足率.....	16
6、投资建议.....	17
7、风险提示.....	17
图表 1：主要上市保险公司 2019H 新业务价值及增速.....	4
图表 2：主要上市保险公司 2019H 新业务价值率.....	4
图表 3：主要上市保险公司 2019H 内含价值及增速.....	5
图表 4：主要上市保险公司 2019H 剩余边际及增速.....	5
图表 5：主要上市保险公司 2019H 净利润及增速.....	5
图表 6：主要上市保险公司 2019H 综合收益及增速.....	5
图表 7：主要上市保险公司 2019H 保费结构变化（平安为规模保费口径）.....	6
图表 8：主要上市保险公司 2019H 个险保费占比.....	7
图表 9：主要上市保险公司 2019H 个险新单保费占比.....	7
图表 10：国寿和新华 2019H 十年期新单.....	7
图表 11：平安、新华 2019H 长期保障型/健康险新单.....	7
图表 12：主要寿险公司 2019H 期末人力及增速.....	8
图表 13：主要寿险公司 2019H 平均人力及增速.....	8
图表 14：主要寿险公司 2019H 月人均期交产能及增速.....	9
图表 15：主要寿险公司 2019H 月人均价值产能及增速.....	9
图表 16：主要财险公司 2019H 保费增速.....	9
图表 17：主要保险公司 2019H 投资资产配置.....	10
图表 18：主要保险公司 2019H 投资收益率.....	11
图表 19：主要寿险公司 2019H 折现率变动及对利润影响.....	11
图表 20：主要寿险公司 2019H 新业务价值率及变动.....	12
图表 21：主要寿险公司 2019H 内含价值变动分析.....	13
图表 22：主要寿险公司 2019H 内含价值及增速.....	13

图表 23: 主要寿险公司 2019H 内含价值结构	13
图表 24: 平安寿险及健康险业务 2019H 剩余边际变动分析及利源分析	14
图表 25: 主要财险公司 2019H 综合成本率	15
图表 26: 主要财险公司 2019H 税前利润结构	15
图表 27: 主要财险公司 2019H 所得税变动及影响	16
图表 28: 主要保险公司 2019H 经营活动现金流及占保费收入比例	16
图表 29: 主要保险公司 2019H 偿付能力充足率	17

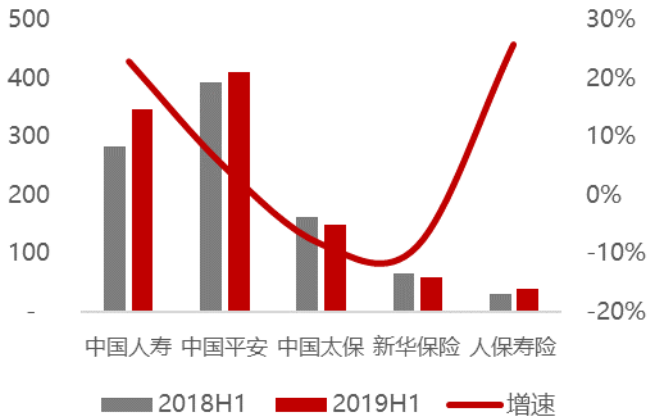
万联证券

1、总体业绩：NBV 增速明显分化，减税抬升 ROE 中枢

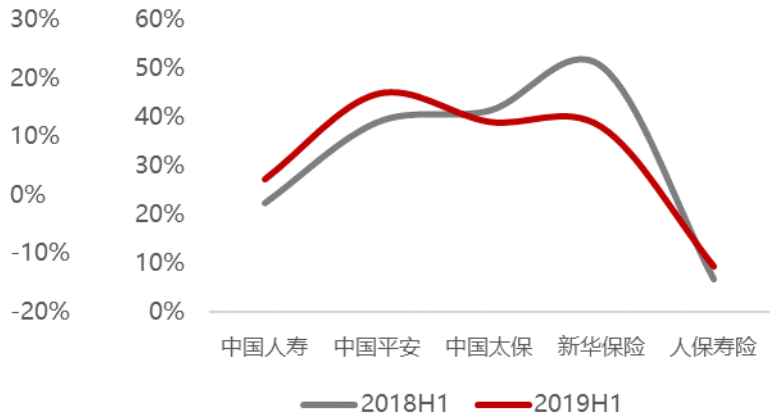
上半年新业务价值增速分化，国寿、人保寿增速领先，太保、新华负增长。2019年上半年，国寿、平安、太保、新华、人保寿新业务价值分别为346、411、149、59、39亿，平安绝对额仍然保持较大领先，同比增速22.7%/4.7%/-8.4%/-8.7%/25.6%，表现明显分化，国寿受益于开门红准备充分以及多元化产品策略，增速超过20%，人保寿在价值转型背景下亦实现高速增长，平安因主动控制短交储蓄型业务规模以及高基数影响，仅实现稳健增长，太保由于新单销售不及预期导致新业务价值负增长，新华则因业务结构有所恶化带来的价值率下降，使得新业务价值明显下降，表现低于市场预期。

平安新业务价值率重回领先，新华价值率明显下降。2019年上半年，虽然宏观利率较2018年同期有明显下降，但银行理财产品收益率仍保持相对高位，储蓄型产品竞争力有限，主要寿险公司在产品策略上的不同选择使得价值率的变化也呈现出差异化。国寿通过多元化策略促进储蓄型业务销售，并带动保障型业务也实现高速增长，同时压缩银保渠道规模型业务，价值率从22.4%升至27.2%；平安通过适度压缩低价值业务规模改善业务结构，在新单保费负增长的情况下价值率提升5.7pct至44.7%；太保新业务价值率由上年同期的41.4%小幅降至39.0%，主要是短险增长较快导致，长险业务结构并无明显变化；新华受短险快速增长、十年期负增长以及银保价值率大幅下滑影响，价值率从50.5%大幅降至37.9%；人保寿则因收缩银保渠道规模型业务价值率有所提升，但与主要同业的差距依然十分明显。

图表1：主要上市保险公司2019H新业务价值及增速



图表2：主要上市保险公司2019H新业务价值率



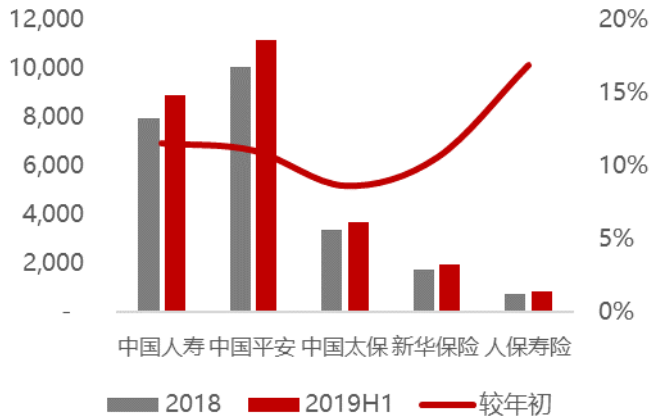
资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所

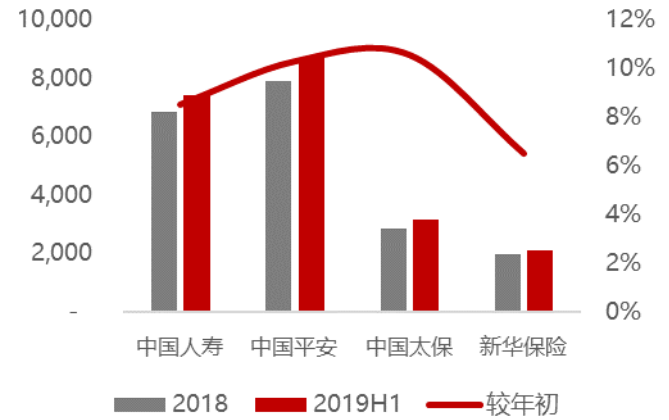
内含价值和剩余边际等长期价值指标仍保持较快增长。上半年新业务价值增速分化，部分公司出现负增长，但整体来看绝对值规模足以支撑有效业务价值和剩余边际保持稳健增长，推动内含价值持续成长，提升公司可持续价值创造能力。截至2019年6月末，国寿、平安、太保、新华、人保寿内含价值分别达到8868、11132、3651、1914、826亿，较年初增长11.5%、11.0%、8.6%、10.5%、16.9%，总体保持快速增长，仅太保增速低于10%。平安有效业务价值达到4474亿，以较弱优势跃居首位，同时得益于集团整体净资产规模较大，使得内含价值领先优势较大。从内含价值成长性看，2019年上半年人保寿险增长16.9%，为上市同业最优，国寿平安新华均在11%左右，太保增长相对较慢为8.6%。除中国人保外，A股上市保险公司均以寿险业务为主，剩余边际是内含价值之外衡量寿险公司可持续发展能力的又一个重要指标，截至2019年6

月末，国寿、平安、太保、新华剩余边际余额分别达到 7422、8674、3155、2083 亿，较年初提升 8.5%/10.3%/10.5%/6.5%，从规模看，平安 8674 亿位居第一，领先优势继续扩大，从增速看，平安和太保稍微领先，国寿受益于新业务价值的优秀表现实现较快增长，新华增速稍显疲软。

图表3：主要上市保险公司2019H内含价值及增速



图表4：主要上市保险公司2019H剩余边际及增速

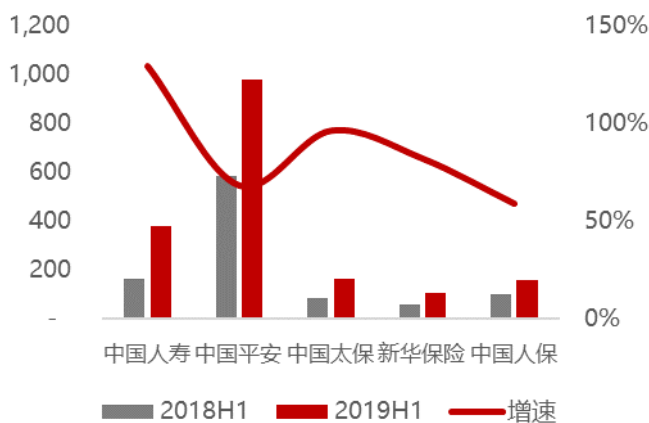


资料来源：公司公告、万联证券研究所

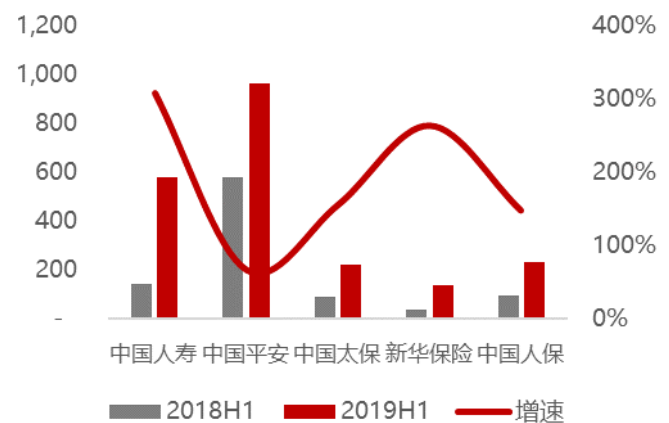
资料来源：公司公告、万联证券研究所

减税落地+投资改善，上市险企利润高速增长，ROE 中枢有所抬升。2019 年上半年，国寿、平安、太保、新华、人保分别实现归母净利润 376、977、162、105、155 亿，同比增速 128.9%、68.1%、96.1%、81.8%、58.9%，均实现高速增长，主要是受减税新政落地（2018 年减税一并体现在 2019 年报表）和投资端大幅改善两方面驱动，即便剔除 2018 年减税额度，各公司扣非归母净利润仍然实现快速增长。其中国寿增速最快，主要是因为上年同期投资端表现不佳导致利润基数较低。受益于上半年权益市场表现较好，从综合收益角度看，同比增速分别为 307.7%/66.7%/155.3%/263.5%/147.7%，除平安外，综合收益均实现倍数增长，主要原因是上半年权益市场涨幅较大产生的浮盈较多，而平安由于率先实施 IFRS9，权益类资产的公允价值波动绝大部分直接通过利润表反映，使得综合收益与净利润差异较小。从 ROE 看，上市险企盈利能力明显提升，国寿、平安、太保、新华、人保上半年 ROE（非年化）分别为 10.2%、15.6%、10.0%、13.8%、9.0%，剔除 2018 年税收返还后的扣非 ROE（非年化）也分别达到 8.8%、14.0%、7.0%、11.4%、7.1%。

图表5：主要上市保险公司2019H净利润及增速



图表6：主要上市保险公司2019H综合收益及增速



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

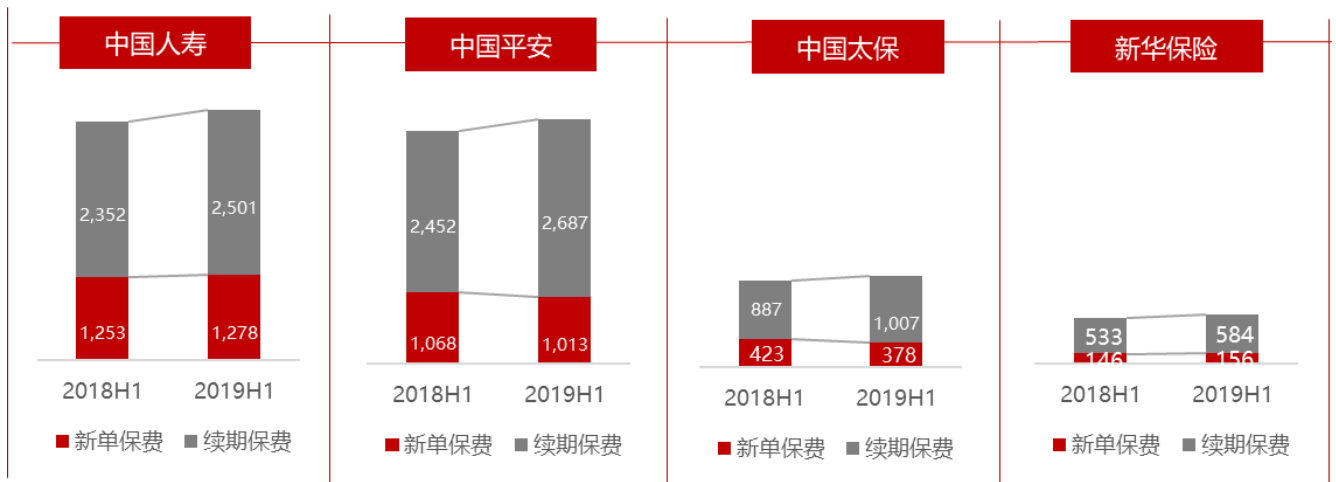
平安受益于减税营运利润实现快速增长，太保首次披露营运利润口径略有不同。上半年，中国平安实现归母营运利润735亿，同比增长23.8%，保持快速增长，其中寿险及健康险业务贡献480亿，占比65.3%，同比增长36.9%，但若剔除2019年上半年的减税影响，预计增速将有明显下降，从税前数据看，税前营运利润增速为14.8%，另外财险业务营运利润贡献达到100亿，占比13.6%，同比增长69.4%，主要是受减税和投资改善两方面驱动。中国太保首次在业绩发布PPT中披露了营运利润数据，上半年集团归母营运利润136亿，同比增长14.7%，其中寿险业务111亿，同比增长18.9%，占比超过80%，是集团营运利润的主要来源。从披露口径看，太保营运利润与平安主要有两方面差异：一是太保剔除了所有假设变动对利润的影响，主要考虑是假设变动是对未来所有年度影响的一次性影响；二是对2018年上半年营运利润进行了减税回溯调整，确保同比口径一致。

2、业务：寿险人力增速分化，财险增长仍靠非车险

2.1 寿险：续期拉动效应减弱，新单增长乏力结构保持较好

续期保费增速明显下降，对总保费拉动效应减弱。2019年上半年国寿、平安、太保、新华实现保费3780、3700、1384、740亿，同比增速4.9%、5.1%、5.6%、9.0%，其中新单保费增速普遍不理想，仅国寿、新华实现正增长，增速分别为2.0%、7.0%，平安和太保同比下降，太保降幅达到两位数，续期保费方面，随着前几年新单期交交费期逐渐结束，增速大幅放缓，四家公司分别为6.4%、9.6%、13.5%、9.6%，仅太保达到两位数增长，而2018年各公司增速均超过20%。因此，新单增速不理想，叠加续期增速下降，使得总保费增速均为个位数。从占比看，国寿、平安、太保、新华2019年上半年续期保费占比分别为66.2%、72.6%、72.7%、78.9%，均有提升，其中平安、太保因新单负增长，占比提升幅度更大，分别为3.0pct、5.0pct，新华续期占比仍然保持领先，接近80%。

图表7：主要上市保险公司2019H1保费结构变化（平安为规模保费口径）

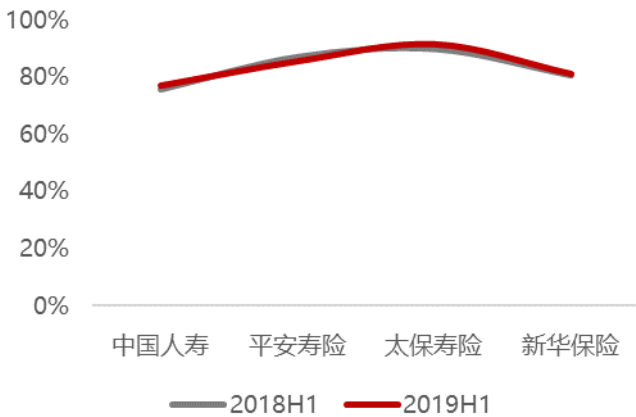


资料来源：公司公告、万联证券研究所

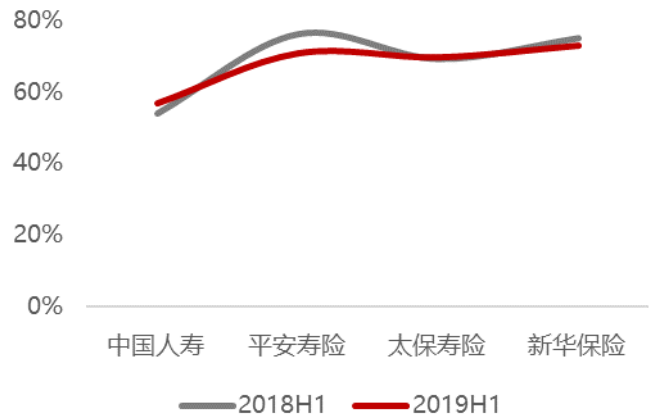
四大寿险公司大个险经营格局进一步巩固。2018年以来，在银行理财产品收益率高企的环境下，以中短期理财型为主的银保业务销售难度加大，且保险公司也意识到高额的渠道手续费、低价值率并不能持续的为公司创造价值，太保、新华前几年已经开始逐渐放弃银保渠道低价值保费，国寿2018年也痛下决心大力收缩了银保趸交

规模。2019年上半年，国寿、平安、太保、新华个险渠道保费占比分别为76.9%、85.6%、91.7%、81.1%，其中国寿因银保渠道保费从560亿下降15.4%至474亿，个险渠道保费占比从75.5%提升至76.9%，逐渐接近于主要上市同业，平安、太保、新华维持在80%以上，太保超过90%，四大寿险公司的大个险经营格局得到进一步巩固。从新单保费角度看，国寿也是因为继续压缩银保趸交保费（银保渠道新单负增长35.2%）使得个险贡献度从53.8%提升至56.7%，而平安、太保和新华分别为70.8%/69.7%/73.0%，均在70%左右，同比变动-5.2/+0.5/-1.9个百分点，平安降幅较大主要是因为银保和电网销渠道实现了快速增长。

图表8：主要上市保险公司2019H个险保费占比



图表9：主要上市保险公司2019H个险新单保费占比

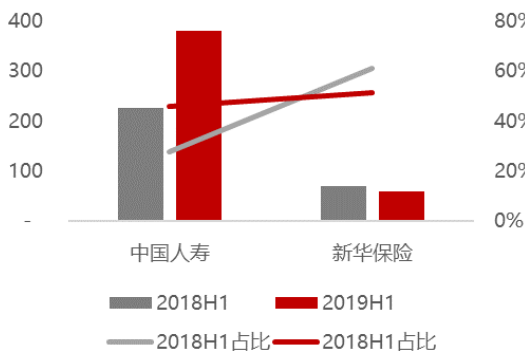


资料来源：公司公告、万联证券研究所

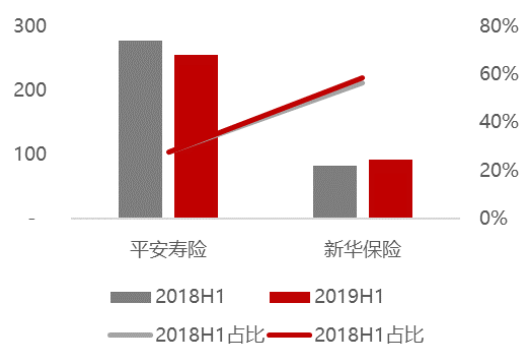
资料来源：公司公告、万联证券研究所

国寿十年及以上新单期交实现高速增长，新华健康险占比保持高位。上半年，上市险企新单增长整体不太理想，但结构上保持较好。交费期限方面，国寿通过多元化策略快速发展长期期交业务，十年及以上新单期交达到381亿，同比增速高达68.0%，占新单期交比例从上年同期的27.7%大幅提升18.1pct至45.8%，期限结构明显好转，而新华十年期业务上半年负增长15.2%，从71亿降至60亿，占比也从61.1%降至51.3%，不过仍然保持在较高水平。保障型业务方面，平安坚持均衡的业务策略，上半年长期保障型业务254亿，同比下降8.5%，与新单保费降幅基本一致，占新单比例27.7%，保持稳定，新华近几年坚持健康险特色，上半年健康险新单保费同比增长11.3%至91.2亿（增长主要由短期健康险贡献），占新单比例从56.2%进一步提升至58.5%，产品结构继续保持优秀，但公司新一届管理层提出多元化发展，未来健康险占比能否持续保持高水平需要进一步观察。

图表10：国寿和新华2019H十年期新单



图表11：平安、新华2019H长期保障型/健康险新单



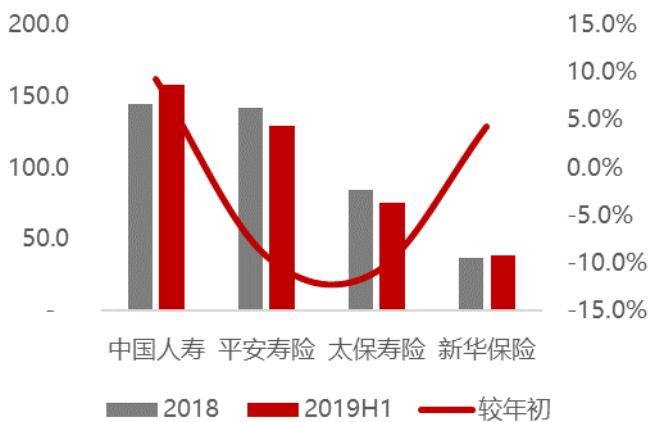
资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所

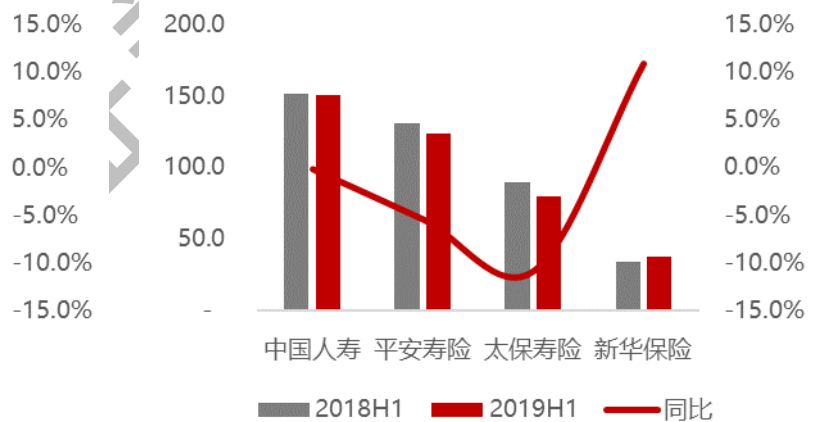
2.2 寿险：人力增速分化，队伍价值产能表现差异化

人力增速分化，国寿新华实现较快增长。截至2019年6月末，国寿、平安、太保、新华期末人力分别为157.3/128.6/75.0/38.6万人，较年初分别增长9.3%/-9.3%/-10.9%/4.3%，其中国寿因产品投放策略有利于代理人增员和留存，实现队伍规模的触底反弹，增长较快，队伍规模的领先优势有所扩大，新华主要是在策略上选择适度扩张个险队伍规模，而平安太保则由于调整开门红策略，代理人队伍出现一定流失。从平均人力看，新华同比增速达到10.9%，主要是因为上年同期基数较低，国寿因高基数影响平均人力同比基本持平，平安太保则是负增长，太保负增长达到两位数（-11.0%）。

图表12：主要寿险公司2019H期末人力及增速



图表13：主要寿险公司2019H平均人力及增速

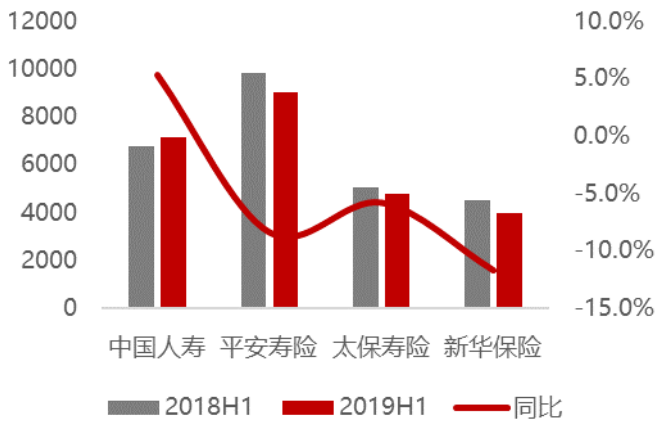


资料来源：公司公告、万联证券研究所

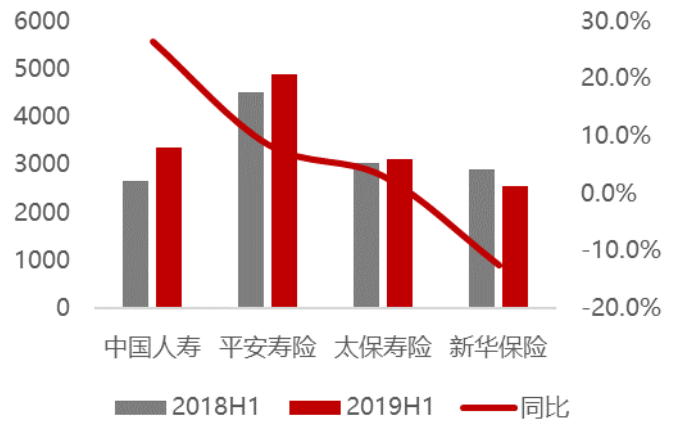
资料来源：公司公告、万联证券研究所

国寿个险期交产能和价值产能均明显提升，新华价值产能有所下降。2019年上半年，国寿、平安、太保、新华个险队伍月人均期交产能分别为7141、9009、4774、3989元，同比增速分别为5.3%、-8.4%、-5.8%、-11.7%，仅国寿实现正增长，平安负增长主要是因为控制了短交储蓄型业务规模，导致其期交产能领先优势稍有缩小，新华受上半年新单销售不及预期以及人力扩张影响，个险队伍的期交产能降幅较大。从价值产能角度看，上半年国寿、平安、太保、新华分别为3362、4885、3125、2543元，增速26.5%、8.6%、2.9%、-12.6%，其中国寿在人力增速回暖的情况下，代理人价值产能大幅提升，说明其多元化产品策略起到了很好的效果，促进个险队伍量质齐升，平安虽然人力增长不理想，但坚持价值导向使其个险队伍的价值产能提升了8.6%，个险队伍呈现出缩量提质的趋势，太保代理人价值产能保持相对稳定，但新华在扩张队伍的同时，产能并未跟上，价值产能出现两位数降幅。从队伍收入看，上半年平安月人均收入6617元，同比下降3.7%，主要是代销车险佣金下降所致，太保月人均FYC为1247元，同比增长2.8%，队伍收入小幅提升。

图表14: 主要寿险公司2019H月人均期交产能及增速



图表15: 主要寿险公司2019H月人均价值产能及增速



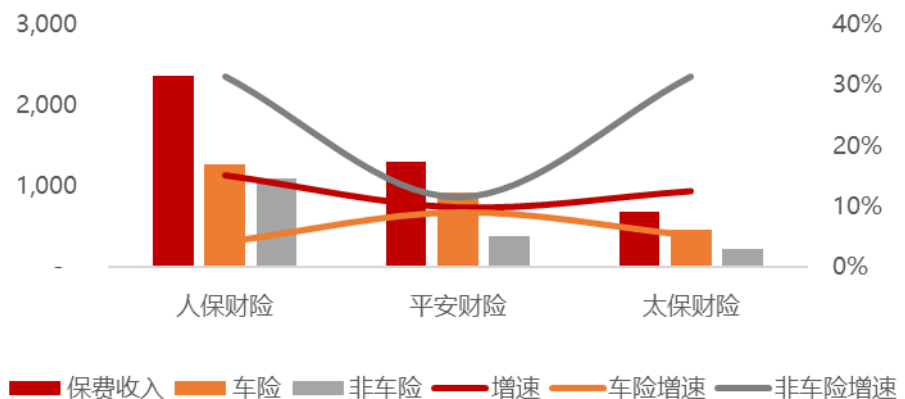
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

资料来源: 公司公告、万联证券研究所

2.3 财险: 车险增长依然承压, 保费增长仍靠非车险

2019年上半年, 财险三巨头人保财险、平安财险、太保财险保费收入分别为2360、1305、682亿, 同比增速15.1%/9.7%/12.5%, 人保财险增速表现出色, 市场份额35.1%, 继续牢牢占据财险市场第一的位置。

图表16: 主要财险公司2019H保费增速



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

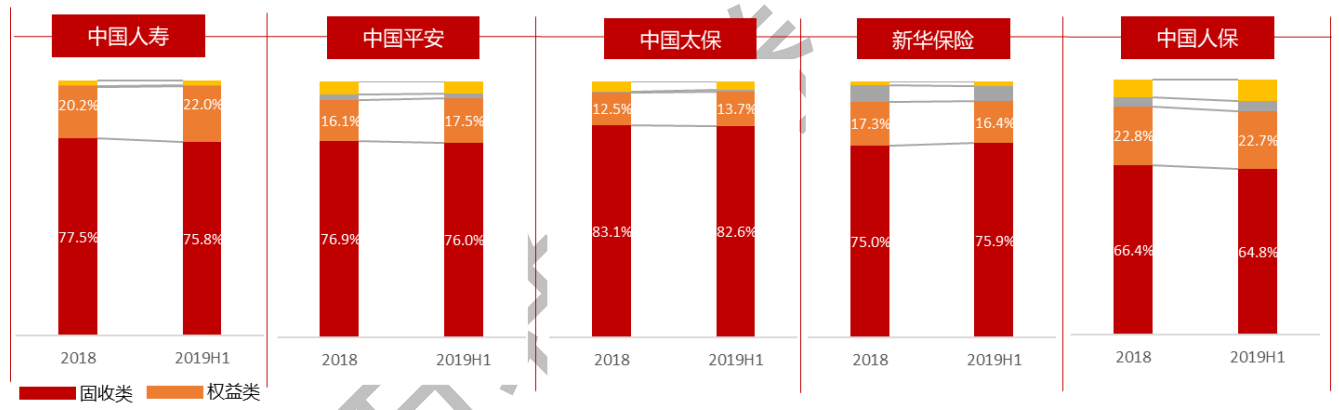
车险增长依然承压, 非车险保持快速增长。上半年, 继续受新车销量不景气及汽车保有量增速下滑影响, 车险保源增长动力不足, 且在费改持续推动之下车均保费有所下降, 车险难以实现高增长。2019年上半年人保财险、平安财险、太保财险分别实现车险保费收入1275、923、461亿, 同比增长4.1%/9.0%/5.2%, 均是个位数增长。相对于车险而言, 人保财险、平安财险和太保财险的非车险保费均实现更快增长, 增速分别为31.4%、11.6%、31.4%, 其中人保财险的意外险、责任险、信用保证险增速分别为41.0%、32.5%、115.3%, 平安财险非车险增速相对不高的主要原因是保证险保费收入同比下降5.6%至153亿, 但责任险、意外伤害险增速超过40%, 太保财险的责任险、农险、健康险增速分别达到23.0%、48.3%、73.3%。非车险的较快增长使得主要财险公司的业务结构更加均衡, 人保财险非车险占比已经达到46%。

3、投资：权益市场大幅回暖，投资收益率明显改善

3.1 资产配置：投资资产较快增长，权益占比有所提升

总投资资产实现较快增长。截至2019年6月末，五大A股上市保险公司总投资资产合计9.32万亿，较年初增长6.8%，其中国寿、平安、太保、新华、人保总投资资产分别为3.31/2.96/1.36/0.77/0.93万亿，较年初分别增长6.4%/5.8%/10.0%/10.5%/3.8%，其中太保、新华受益于较好的经营活动现金流入，总投资资产半年增速达到两位数，明显高于其他公司，国寿、平安保持较快增长，人保增长相对较慢，主要是因为财险业务应收保费占比较高，经营活动现金流尚待进一步改善。

图表17：主要保险公司2019H投资资产配置



资料来源：公司公告、万联证券研究所

受益于市场上行，多数公司权益类资产占比提升。从大类资产配置看，保险资金坚持以固收为主的投资理念，太保相对最为稳健，固收占比达到82.6%，国寿、平安、新华固收占比较为接近，分别为75.8%、76.0%、75.9%，人保相对较低（64.8%）的原因是旗下财险公司投资资产中现金占比较高。权益类资产占比受上半年市场大幅回暖影响，总体呈上升趋势，截至2019年6月末，国寿、平安、太保、新华、人保权益占比分别为22.0%/17.5%/13.7%/16.4%/22.7%，较年初分别变动1.8/1.4/1.2/-0.9/-0.1pct，其中太保权益占比保持相对最低，其股票+权益型基金占比仅为7.4%，虽然较年初提升1.8个百分点，但仍明显低于主要同业，投资风格更为稳健。人保权益占比22.7%明显高于同业，主要原因是其长期股权投资金额较大。

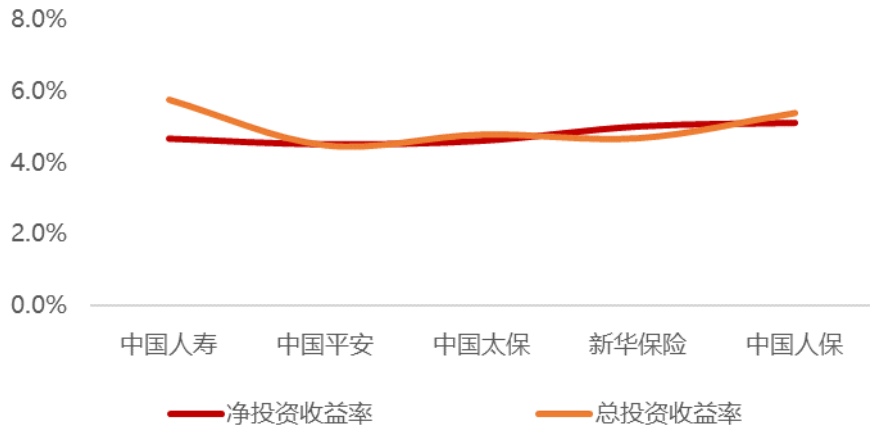
3.2 投资收益率：净投资收益率保持稳定，总投资收益率、综合投资收益率明显改善

净投资收益率整体保持稳定。2019年上半年，国寿、平安、太保、新华、人保保险资金净投资收益率分别为4.7%/4.5%/4.6%/5.0%/5.1%，同比分别变动0.0/0.3/0.1/0.0/-0.3pct，平安和太保相对较低与其年化计算方式有关，预计全年将会回升，新华得益于较高的非标资产占比保持较好的净投资收益率，人保则受益于长期股权投资的稳定高额回报保持较高的净投资收益率。

受股市大幅回暖影响总投资收益率总体上行。可比口径下，2019年上半年国寿、平安、太保、新华、人保保险资金总投资收益率分别为5.8%/4.5%/4.8%/4.7%/5.4%，同比分别变动2.0/0.0/0.3/-0.1/0.3pct，其中国寿投资端表现最为出色，公允价值变动损益大幅改善，同时由于基数较低，导致总投资收益率提升幅度明显高于其他四家公司。平安同时披露了IFRS9下的总投资收益率5.5%，高于老口径1.0pct，主要是

因为新准则下金融资产重新分类后大部分股票浮盈浮亏将直接进入损益表。

图表18: 主要保险公司2019H投资收益率



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

综合投资收益率均有上佳表现, 国寿仍然领先。仅国寿和太保在中报披露了综合投资收益率数据, 分别为8.2%和5.9%, 同比分别变动4.6/1.1pct, 由于率先实施IFRS9, 平安可比口径的综合投资收益率应与新准则下的总投资收益率5.5%较为接近, 新华虽未披露综合投资收益率, 但根据我们测算, 其提升幅度同样非常明显。另外, 由于各家公司计算综合投资收益率的年化方式有所差异, 在剔除该因素后, 我们发现国寿上半年投资表现依然领先主要上市同业。

3.3 折现率变动: 准备金折现率基础曲线小幅上行, 对利润影响有限

2019年上半年折现率小幅上行, 有利于准备金释放增加利润。自2017年底国债收益率750日移动平均曲线进入上行通道后, 中债数据显示, 2019年上半年保险合同准备金计量基准(以国债收益率750日移动平均曲线为基础)曲线1y/5y/10y分别上行4bp/6bp/5bp, 在其他假设不变的条件下将减少准备金(增加利润), 而上年同期分别上行9bp/5bp/4bp, 上行幅度差异不大, 因此该变化虽增加利润但对利润增速贡献不大。

图表19: 主要寿险公司2019H折现率变动及对利润影响

保险合同准备金 计量基准 (%)	2018-12-31	2019-6-30	变动	假设变动 对利润影响	2018H	2019H	合计税后 利润影响	净利润 增速贡献
1y	2.87	2.91	0.04	中国人寿	26.2	-21.3	-35.6	-22%
5y	3.23	3.29	0.06	平安寿险	0.0	20.8	15.6	5%
10y	3.40	3.45	0.05	太保寿险	-5.4	-38.2	-24.6	-38%
				新华保险	1.5	7.1	4.2	7%
保险合同准备金 计量基准 (%)	2017-12-31	2018-6-30	变动					
1y	2.71	2.80	0.09					
5y	3.13	3.18	0.05					
10y	3.31	3.35	0.04					

资料来源: 中国债券信息网、公司公告、万联证券研究所

上半年假设变动对利润增速的贡献出现分化。中国人寿、平安寿险、太保寿险、新

华保险2019年上半年折现率等假设变动对税前利润的影响分别为-21.3/+20.8/-38.2/+7.1亿，而上年同期为+26.2/0/-5.4/+1.5亿，测算税后合计影响为-35.6/+15.6/-24.6/4.2亿，对利润增速的贡献分别-22%/5%/-38%/7%，表现出分化趋势，这与各公司调整其他假设有关，国寿和太保将精算假设调整至更加保守的水平，导致在折现率基础曲线上行的情况下，精算假设变动对利润形成负影响。

4、价值：寿险新业务价值增速分化，剩余边际和内含价值保持较快增长，财险综合成本率上行但高税负缓解

4.1 寿险：新业务价值增速分化，平安价值率重回领先

上半年新业务价值增速分化，国寿、人保寿增速领先，太保、新华负增长。2019年上半年，国寿、平安、太保、新华、人保寿新业务价值分别为346、411、149、59、39亿，平安绝对额仍然保持较大领先，同比增速22.7%/4.7%/-8.4%/-8.7%/25.6%，表现明显分化，国寿受益于开门红准备充分以及多元化产品策略，增速超过20%，人保寿在价值转型背景下亦实现高速增长，平安因主动控制短交储蓄型业务规模以及高基数影响，仅实现稳健增长，太保由于新单销售不及预期导致新业务价值负增长，新华则因业务结构有所恶化带来的价值率下降，使得新业务价值明显下降，表现低于市场预期。

图表20：主要寿险公司2019H新业务价值率及变动

中国人寿	2018H1	2019H1	变动	平安寿险	2018H1	2019H1	变动
个险渠道	32.3%	36.6%	4.3%	代理人渠道	49.0%	58.9%	9.9%
银保渠道	13.6%	21.5%	7.9%	电网销渠道	41.4%	46.5%	5.1%
团险渠道	0.9%	0.6%	-0.3%	银保渠道	14.8%	18.7%	3.9%
合计	22.4%	27.2%	4.8%	团险业务	0.9%	1.4%	0.5%
新华保险	2018H1	2019H1	变动	合计	39.0%	44.7%	5.7%
个险渠道	54.5%	50.7%	-3.8%	太保寿险	2018H1	2019H1	变动
银保渠道	22.7%	7.1%	-15.6%	传统寿险	79.5%	73.0%	-6.4%
团险渠道	-2.4%	-4.4%	-2.0%	分红寿险	40.7%	24.5%	-16.2%
合计	50.5%	37.9%	-12.6%	合计	41.4%	39.0%	-2.4%

资料来源：公司公告、万联证券研究所

平安新业务价值率重回领先，新华价值率明显下降。2019年上半年，虽然宏观利率较2018年同期有明显下降，但银行理财产品收益率仍保持相对高位，储蓄型产品竞争力有限，主要寿险公司在产品策略上的不同选择使得价值率的变化也呈现出差异化。国寿通过多元化策略促进储蓄型业务销售，并带动保障型业务也实现高速增长，同时压缩银保渠道规模型业务，价值率从22.4%升至27.2%；平安通过适度压缩低价值业务规模改善业务结构，在新单保费负增长的情况下价值率提升5.7pct至44.7%；太保新业务价值率由上年同期的41.4%小幅降至39.0%，主要是短险增长较快导致，长险业务结构并无明显变化；新华受短险快速增长、十年期负增长以及银保价值率大幅下滑影响，价值率从50.5%大幅降至37.9%；人保寿则因收缩银保渠道规模型业务价值率有所提升，但与主要同业的差距依然十分明显。

4.2 寿险：投资对内含价值增长正贡献，净资产占EV比例均有提升

内含价值预期回报和新业务价值贡献推动内含价值较快增长，投资偏差正贡献亦较

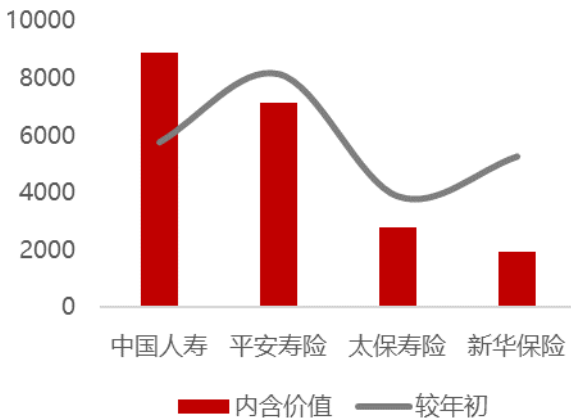
大。内含价值预期回报是最为稳定的增长来源，2019年上半年为4%-4.6%，新业务价值增速虽然有所分化，但其绝对值贡献均较大，国寿、平安、新华新业务价值对内含价值的增长贡献分别为4.3%/6.7%/3.4%，其中平安贡献度最高，同时其运营经验偏差带来较大的正影响（增速贡献1.4%），另外上半年投资端表现普遍优于精算假设，经济经验偏差增速贡献分别达到3.3%/2.6%/1.6%。受以上多因素驱动，中国人寿、平安寿险、太保寿险、新华保险上半年内含价值分别增长11.5%、16.3%、7.8%、10.5%，平安寿险增速保持领先，太保寿险增长略低于预期。

图表21：主要寿险公司2019H内含价值变动分析

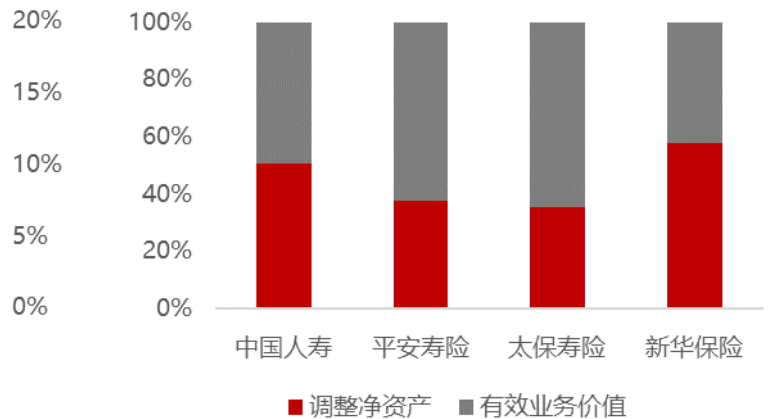
	内含价值变动			增速贡献		
	中国人寿	平安寿险	新华保险	中国人寿	平安寿险	新华保险
期初内含价值	7951	6132	1732			
内含价值预期回报	321	280	78	4.0%	4.6%	4.5%
新业务价值贡献	346	411	59	4.3%	6.7%	3.4%
运营经验偏差	12	88	17	0.2%	1.4%	1.0%
经济经验偏差	263	158	27	3.3%	2.6%	1.6%
评估方法、模型和假设调整	0	9	0	0.0%	0.2%	0.0%
市场价值调整	-14	-8	0	-0.2%	-0.1%	0.0%
注资及股东红利分配	-47	-90	-24	-0.6%	-1.5%	-1.4%
其他	38	153	25	0.5%	2.5%	1.5%
期末内含价值	8868	7132	1914	11.5%	16.3%	10.5%

资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表22：主要寿险公司2019H内含价值及增速



图表23：主要寿险公司2019H内含价值结构



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

调整净资产增速快于有效业务价值增速，占EV比例均有提升。从内含价值结构看，其成长性主要来自于调整净资产和有效业务价值的增长，净资产的增长主要是利润贡献减去股东分红，有效业务价值则来自于新业务价值的不断积累。上半年由于减税新政与投资转好等因素影响，主要寿险公司的调整净资产增速均快于有效业务价值增速，使得内含价值中净资产占比均有提升。对于集团整体上市的公司而言，其寿险子公司的利润大部分将通过分红的形式转移到集团，自身仅需保留足以支撑业务发展的净资产即可（确保偿付能力充足率合理充裕），因此我们看到平安寿险和太

保寿险内含价值中净资产占比相对较低，均低于40%，而中国人寿达到50%，新华保险更是接近60%。净资产占内含价值的比例一定程度上可以理解为公司对资本的使用效率，占比如果过高说明资本效率有提升的空间，如果业务无法快速增长，在估值上有一定劣势。

4.3 寿险：剩余边际保持较快增长，未来利润持续性和确定性较强

剩余边际保持较快增长，与有效业务价值增速差异主要由资本成本因素导致。剩余边际与有效业务价值均是存量保险业务未来利润现值，但剩余边际不考虑税收、资本成本，在折现率等经济假设上也存在一些差异，但两者本质是非常相似的，因此在趋势上具有高度相关性。2019年上半年中国人寿、平安寿险、太保寿险、新华保险剩余边际较年初分别增长为8.5%、10.3%、10.5%、6.5%，有效业务价值分别增长7.7%、11.8%、6.5%、9.1%，其中中国寿、平安剩余边际增速与有效业务价值增速差异较小，太保剩余边际增速高于有效业务价值增速，主要是要求资本成本快速增长所致，如果考虑资本成本之前有效业务价值，剩余边际增速与有效业务价值增速将更为一致。

剩余边际的增长主要来自于新业务贡献，其稳定释放（摊销）是寿险公司营运利润的主要来源。从平安披露的剩余边际变动分析看新业务贡献是剩余边际增长的核心动力，2019年上半年贡献度为11.1%（上年同期为15.0%），贡献度下降的主要原因是新单剩余边际增长（与新业务价值增速出现一定背离）远低于存量剩余边际的增速，而剩余边际的摊销相对较为稳定，半年摊销比例（当期摊销/摊销前剩余边际余额）在4%左右。从利源分析看，2019年上半年剩余边际摊销358亿，同比增长21.2%，占税前营运利润的65.3%，是主要的利润来源，上年同期贡献度为61.8%，贡献度提升的主要原因是营运偏差增速放缓。营运利润是剔除短期投资波动、精算假设调整及一次性损益之后的利润，是寿险公司预期未来能稳定实现的利润，因此剩余边际的不断增长能推动未来寿险公司利润持续释放。

图表24：平安寿险及健康险业务2019H剩余边际变动分析及利源分析

剩余边际变动分析				利源分析			
	2018H1	2019H1	同比		2018H1	2019H1	同比
期初剩余边际	6163	7866	27.6%	剩余边际摊销	296	358	21.2%
新业务贡献	925	873	-5.6%	净资产投资收益	43	52	21.0%
预期利息增长	136	164	20.3%	息差收入	28	16	-41.9%
剩余边际摊销	-296	-358	21.2%	营运偏差及其他	112	122	9.4%
营运偏差及其他	172	129	-24.9%	税前营运利润合计	478	549	14.8%
期末剩余边际	7100	8674	22.2%	所得税	-122	-65	-47.2%
				税后营运利润合计	356	484	36.1%

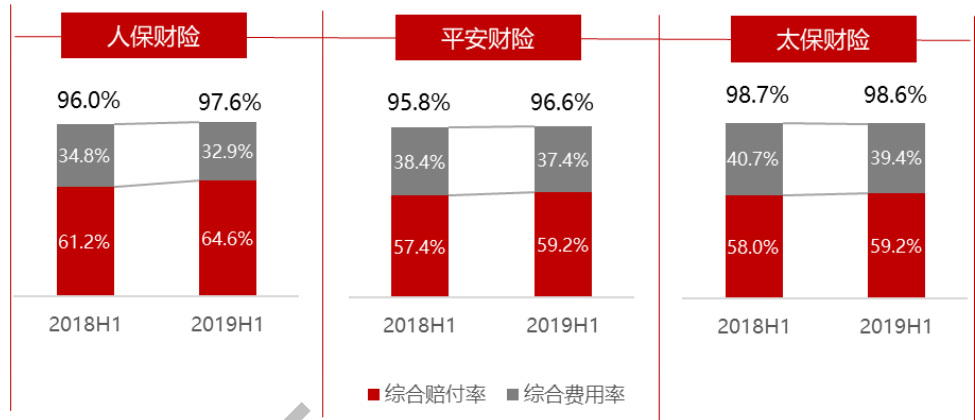
资料来源：公司公告、万联证券研究所

4.4 财险：综合成本率总体上行，高税负大幅缓解

赔付率上行、费用率下行，综合成本率总体上行。2019年上半年，财险三巨头综合成本率分别为97.6%、96.6%、98.6%，同比变动+1.6/+0.8/-0.1pct，其中人保财险增加较多，平安财险也有所上行，太保财险小幅下行。从结构上看，综合赔付率上升较为明显，人保从61.2%升至64.6%，平安从57.4%升至59.2%，太保从58.0%升至59.2%，主要是受已赚保费形成率下降以及车均保费下行影响，综合费用率方面，受

益于监管严格管控，均有所下行，人保财险从34.8%降至32.9%，平安财险从38.4%降至37.4%，太保财险从40.7%降至39.4%。

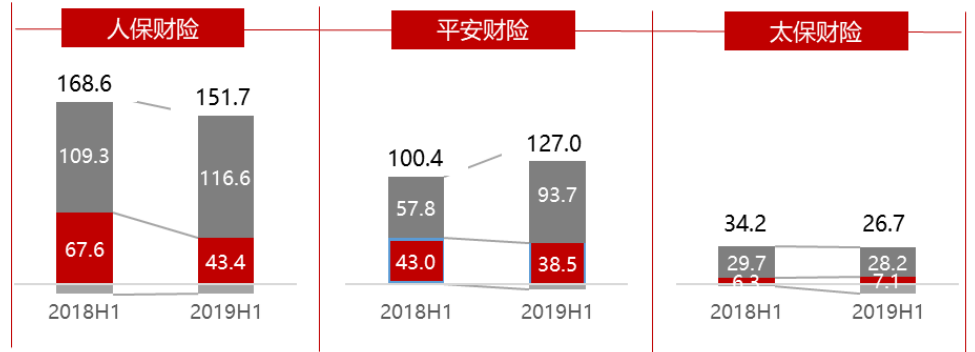
图表25：主要财险公司2019H综合成本率



资料来源：公司公告、万联证券研究所

承保利润同比下降，投资收益对财险利润贡献度提升。2019年上半年，人保财险、平安财险、太保财险承保利润分别为43.4/38.5/7.1亿，税前利润贡献度28.6%/30.3%/26.6%，而投资收益贡献度分别为64.8%/73.7%/105.8%，投资收益利润贡献度较大是由于零利率成本的投资资产不断积累的结果，同时上半年权益市场表现较好也有一定影响。人保财险、平安财险由于综合成本率上行导致承保利润同比分别下降35.8%、10.4%，进而导致承保利润贡献度同比明显下降，上年同期均在40%以上。

图表26：主要财险公司2019H税前利润结构



资料来源：公司公告、万联证券研究所

4.5 财险：严监管下手续费比例下降，减税新政促进税负缓解

严监管下手续费大幅下降。2019年上半年，银保监会加大车险市场监管力度，严控车险手续费，主要财险公司手续费支出均大幅下降，人保财险、平安财险、太保财险上半年手续费分别为276、190、89亿，同比分别下降26.5%、26.2%、31.7%，同时保费收入均实现稳健增长，导致手续费占保费收入比例也出现大幅下降，上半年三家公司分别为11.7%、14.6%、13.1%，均低于15%，在税收新政下均能全额在税前扣除，而上年同期分别高达18.3%、21.7%、21.5%。

图表27：主要财险公司2019H所得税变动及影响

	人保财险			平安财险			太保财险		
	2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比
税前利润	168.6	151.7	-10.0%	100.4	127.0	26.5%	34.2	26.7	-22.0%
所得税	47.7	-16.5	-134.7%	41.1	8.1	-80.4%	18.3	-6.8	-137.4%
净利润	120.9	168.2	39.1%	59.2	119.0	100.8%	15.9	33.5	111.1%
实际税率	28.3%	-10.9%	-39.2%	41.0%	6.4%	-34.6%	53.6%	-25.7%	-79.2%

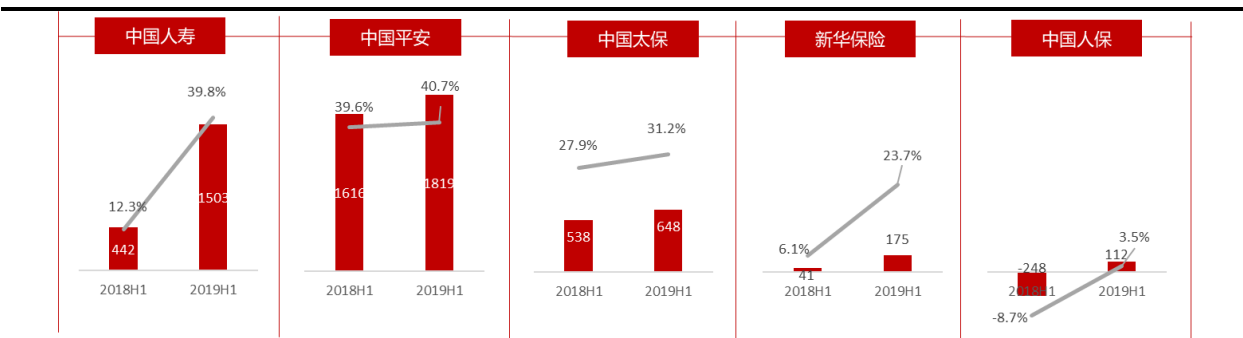
资料来源：公司公告、万联证券研究所

2018年税收返还导致净利润增速远高于税前利润增速。2019年上半年，人保财险、平安财险、太保财险分别实现税前利润151.7/127.0/26.7亿，同比增速分别为-10.0%/26.5%/-22%，仅平安财险实现正增长。但减税新政产生的2018税收返还在2019年利润表中体现，叠加上半年手续费占比大幅下降带来的税负缓解，导致三家公司所得税均大幅下降，其中人保财险和太保财险所得税费用均为负数，实际税率分别为-10.9%、-25.7%，平安财险所得税下降80.4%，实际税率也仅为6.4%。为更好的体现手续费下降带来的税负缓解效果，我们测算了剔除2018年税收返还的真实税率情况，上半年人保财险、平安财险、太保财险分别为17.0%、21.0%、7.8%，较上年同期也出现大幅下降。

5、现金流与偿付能力：国寿新华现金流大幅改善，偿付能力总体维持高充足率

上市险企经营活动现金流均有增加，国寿新华大幅改善。上半年，五大上市险企经营活动现金流分别为1503/1819/648/175/112亿，均有不同程度改善，其中国寿和新华改善幅度最为明显，主要原因是两家公司在保费稳健增长的同时，退保率大幅下降，国寿从4.3%降至1.4%，导致退保金从1001亿大幅降至362亿，新华退保率从4.0%降至1.0%，退保金也从258亿大幅降至69亿。平安和太保的业务较为稳定，在保费稳健增长的同时经营活动现金流也表现稳定，占保费收入比例稳步提升，平安提升1.1pct至40.7%，太保提升3.3pct至31.2%。人保现金流由负转正，主要得益于保费较快增长和人身险业务持续推进转型带来的现金流改善，但与主要上市同业相比，现金流差距仍比较明显，这与财险业务属性有关，大进大出的特点使得现金流积累相对于寿险业务而言相对缓慢。

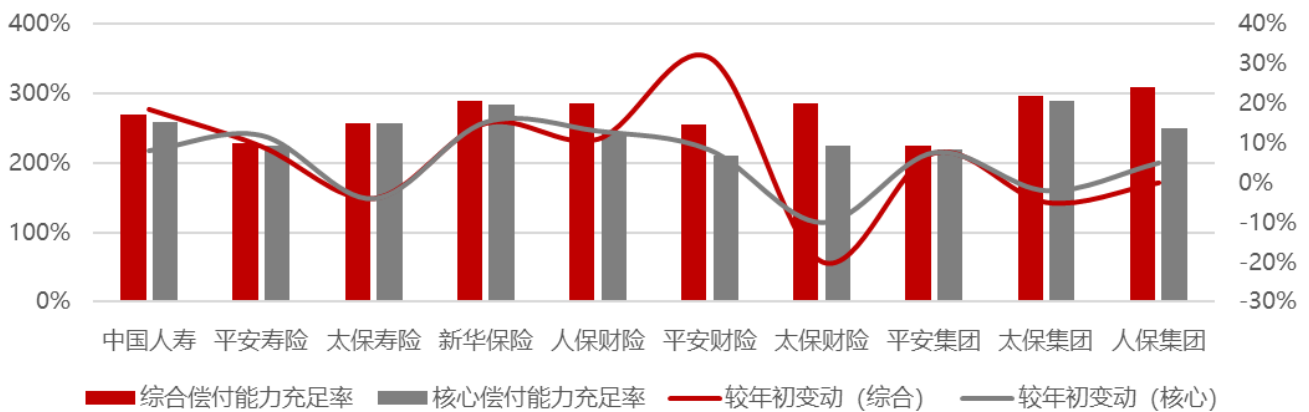
图表28：主要保险公司2019H经营活动现金流及占保费收入比例



资料来源：公司公告、万联证券研究所

五大上市险企保持较高的偿付能力充足率。寿险方面，受益于权益市场明显回暖和利润快速增长，主要寿险公司偿付能力充足率明显提升，仅太保寿险出现小幅下降，2019年6月末中国人寿、平安寿险、太保寿险、新华保险综合偿付能力充足率分别为269%/228%/257%/290%，较年初变动+19/+9/-4/+15pct，核心偿付能力充足率保持相同趋势，分别变动+8/+12/-4/+15pct，国寿核心充足率提升幅度小于综合充足率的主要原因是发行资本补充债。总体来看，主要寿险公司的综合和核心偿付能力充足率均在200%以上，短期内足以支撑业务发展，资本相当充裕。财险方面，综合/核心偿付能力充足率也是都在200%以上，但趋势有所分化，人保财险、平安财险上升，太保财险下降，其中平安财险综合偿付能力充足率提升32pct至255%，但核心充足率仅提升8pct至210%，也是因为发行资本补充债导致，太保财险综合/核心偿付能力充足率分别降至286%/224%，主要是受次级债到期和股东分红影响。集团层面，平安集团、太保集团、人保集团均保持良好的偿付能力充足率水平，波动相对较小。

图表29：主要保险公司2019H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

2019年上半年，上市险企在减税新政和投资转好影响下，净利润和综合收益高速增长，新业务价值方面增速出现分化，国寿>平安>太保新华，内含价值在预期回报、新业务贡献、投资偏差等因素驱动下实现较快增长，剩余边际整体增速也较高，足以对上市险企未来几年的利润表现形成支撑，确保ROE保持在较高水平。截至9月4日，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险PEV（2019E）分别为0.89、1.33、0.89、0.77倍，整体估值水平处于合理区间，部分公司相对低估，考虑到保险行业长期成长性较好，保险股估值有望继续提升，维持保险行业“强于大市”评级，短期推荐低估值的纯寿险标的，长期看好盈利能力领先的综合金融集团。

7、风险提示

规模人力大幅下降、新单销售不及预期、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受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