

# 保险行业 2019 年中报综述

2019 年 09 月 04 日

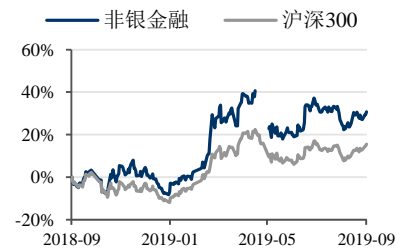
## 寿险价值增长分化，财险承保边际好转 增持（维持）

### 投资要点

- 税优政策释放盈利+权益投资同比提升显著，中期利润延续强劲增长：**  
 2019 年上半年，上市保险公司归母净利润合计同比大幅增长 83%，平安/国寿/太保/人保/新华分别同比增长 68%/129%/96%/59%/82%，延续高增符合预期，主要系税优政策释放盈利（税收抵扣分别增厚平安/国寿/太保/人保/新华上半年净利润 104 亿/52 亿/49 亿/47 亿/19 亿元），此外，虽然二季度权益市场表现弱于一季度，但仍显著优于去年同期（H1 沪深 300 同比+29%），驱动投资收益同比提升显著，平安/国寿/太保/人保/新华的总投资收益率分别为 5.5%/5.77%/4.8%/5.4%/4.7%，同比分别 +1.5pct./+2.0pct./+0.3pct./+0.3pct./-0.1pct.。展望全年，考虑下半年投资端同比基数不高，我们预计后续保险利润仍将延续高速增长，但考虑税收返还等一次性因素已体现在上半年，预计全年业绩较中期将略微放缓。
- 寿险价值增长分化，人力规模趋缓，内含价值增速优于去年同期：**2019 年上半年，平安/国寿/太保/新华 NBV 同比分别 +4.7%/+22.7%/-8.4%/-8.7%，增速优于去年同期、但表现分化：1) 平安新单趋缓但价值率仍在提升，驱动 NBV 小幅正增长；2) 国寿开门红提前布局，量价齐升；3) 太保价值率和新单规模均小幅下滑，但环比改善趋势显现；4) 新华新单增长、但产品结构变化导致价值率显著下滑。整体而言，负债端上半年仍然面临压力，代理人队伍主动“清虚”导致规模增速趋缓（仅国寿和新华逆势正增长），展望下半年，我们认为随着新产品切换、同比基数走低、以及人力规模恢复正增长，新单和 NBV 改善趋势有望延续。平安/国寿/太保/新华 EV 分别较年初 +11%/11.5%/+8.6%/+10.5%，增速优于去年主要系投资回报贡献正偏差，预计全年增速也将高于去年同期。
- 非车险种延续高增，财险费用率显著下降，综合成本率基本保持稳定：**  
 H1 行业车险增速持续放缓（人保/平安/太保车险分别+4%/+8%/+6%），非车险保费占比进一步提升（人保/平安/太保分别升至 49%/31%/33%），预计后续意外险、责任险、信用保证险等非车险种仍将成为保费增速的主要驱动力。盈利角度，财险综合成本率同比+0.7pct.至 98.2%，其中费用率显著下降 1.4pct.、但赔付率有所上行；车险综合成本率同比+0.7pct.至 98.1%，但是环比 18H2 下降 0.6pct.，我们认为严监管对费用率的管控效应已开始显现、车险承保盈利边际好转，预计下半年已赚保费形成率问题将逐步消除、赔付率有望小幅回落，承保端改善将更为显著。
- 投资建议：**寿险负债端价值增速优于去年同期、但增长分化，预计下半年改善趋势有望延续，全年 EV 增速有望优于去年同期；财险承保端环比边际改善，看好下半年综合成本率改善更为显著，维持保险“增持”评级，个股重点推荐中国平安(1.31x2019PEV)、中国财险(1.13x2019PB)。

证券分析师 胡翔  
 执业证号：S0600516110001  
 021-60199793  
 hux@dwzq.com.cn  
 研究助理 周颖婕  
 zhouyj@dwzq.com.cn

### 行业走势



### 相关研究

- 《非银 2019 年中期投资策略：科创临近关注龙头券商，盈利拐点左侧布局中国财险》  
2019-06-12
- 《非银金融：信托贷款持续回暖，关注信托盈利预期差》  
2019-05-12
- 《保险行业 2019 年一季报综述：投资端高弹性增长，负债端改善趋势显著》  
2019-05-09

## 内容目录

<b>1. 整体业绩：税优政策驱动，中期业绩强劲增长</b> .....	<b>4</b>
1.1. 税优政策驱动，中期利润强劲增长 .....	4
1.2. 权益市场表现向好，投资收益同比提升显著 .....	5
<b>2. 寿险：人力规模趋缓，价值增长分化</b> .....	<b>7</b>
2.1. 新业务价值增速分化，平安价值率仍在提升 .....	7
2.2. 投资正偏差提升内含价值增速，营运利润稳健增长 .....	8
2.3. 人力从增量走向提质，保障型产品仍是主力 .....	10
<b>3. 产险：非车险延续全面高增，综合成本率基本保持稳定</b> .....	<b>11</b>
3.1. 车险保费增速放缓，新兴险种驱动非车险扩张 .....	11
3.2. 费用率显著下降，综合成本率基本保持稳定 .....	12
<b>4. 投资建议：寿险价值增速趋势向好，产险承保盈利周期向上</b> .....	<b>13</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>15</b>

## 图表目录

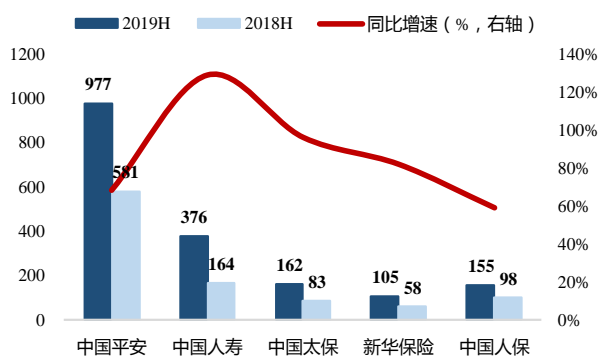
图 1: 2019H 上市保险公司归母净利润及同比增速	4
图 2: 2011~2019H 上市保险公司归母净利润同比增速	4
图 3: 2019H 上市保险公司归母净资产及增速	4
图 4: 2011~2019H 上市保险公司 ROE 水平	4
图 5: 2018 年至今中债国债指数及中债指数走势	5
图 6: 2011~2019H1 上市保险公司净投资收益率	5
图 7: 2018/01~2019/09 沪深 300 及上证 50 指数走势	5
图 8: 2011~2019H1 上市保险公司总投资收益率	5
图 9: 2018 年、2019 上半年上市险企投资资产结构	6
图 10: 2011-2019H 上市险企新业务价值同比增速	7
图 11: 2019H 上市险企 NBV 增速驱动因素分解	7
图 12: 2011~2019H 上市保险公司总新单保费增速	8
图 13: 2011~2019H 上市保险公司个险新单保费增速	8
图 14: 2015~2019H 上市险企代理人规模 (万人)	10
图 15: 2012~2019H 上市险企代理人规模增速	10
图 16: 2014~2019H 上市保险公司代理人产能 (元/每人每月)	10
图 17: 2011-2019H 上市险企产险保费收入增速	11
图 18: 2018H、2019H 上市险企产险保费收入结构	11
图 19: 2011-2019H 上市险企车险保费收入增速	11
图 20: 2011-2019H 上市险企非车险保费收入增速	11
图 21: 2010-2019H 上市险企的财险综合成本率	12
图 22: 2019H、2018H 上市险企承保利润及同比增速	12
图 23: 2010-2019H 上市险企的财险综合赔付率	12
图 24: 2011-2019H 上市险企的财险综合费用率	12
图 25: 2004-2019H 财险行业 CR5 的市场份额	13
图 26: 2004-2019H 财险行业的 CR3、CR5	13
图 27: 上市保险公司估值表 (股价对应 2019 年 9 月 4 日收盘价)	14
表 1: 2019H1 上市保险公司的净、总、综合投资收益率及同比变动	6
表 2: 2013~2019H1 上市保险公司的新业务价值率	8
表 3: 2013~2019H1 上市保险的寿险内含价值及同比增速 (单位: 百万元/%)	9
表 4: 2019H1 上市保险的寿险内含价值变动的驱动因素分解	9

## 1. 整体业绩：税优政策驱动，中期业绩强劲增长

### 1.1. 税优政策驱动，中期利润强劲增长

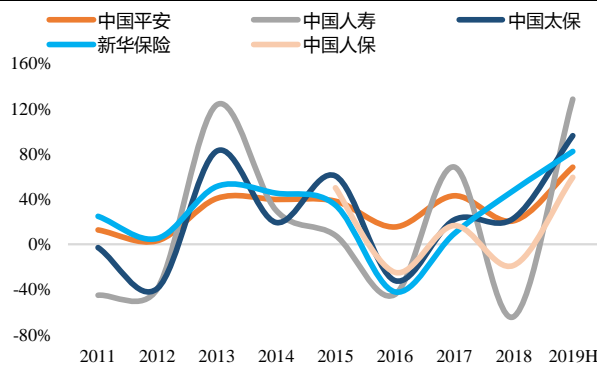
上半年保险净利润延续高增长，税优政策释放盈利是主因。2019年上半年，平安、国寿、太保、人保、新华分别实现归母净利润977亿元、376亿元、162亿元、155亿元和105亿元，分别同比增长68.1%、128.9%、96.1%、58.9%和81.8%，利润高增主要系税优政策释放盈利，一方面保险公司手续费率税前可抵扣比例提升，减轻2019年税负；另一方面，2018年佣金超支部分冲抵2019年所得税，分别增厚平安、国寿、太保、人保、新华净利润104亿、52亿、49亿、47亿元、19亿元，上半年扣除非经常性损益的净利润同比增速分别为29.3%、118.3%、31.2%、25.1%、66.7%。

图 1：2019H 上市保险公司归母净利润及同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

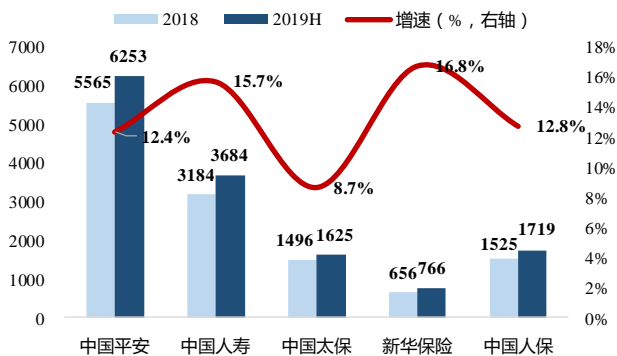
图 2：2011~2019H 上市保险公司归母净利润同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

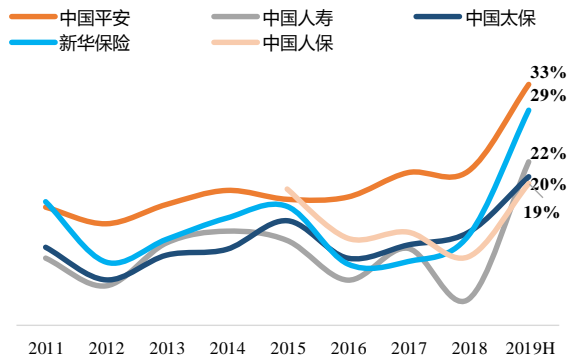
净资产整体保持较快增速，ROE 水平提升显著。2019年上半年，平安、国寿、太保、人保、新华归母净资产分别为6253亿、3684亿、1625亿、1719亿、766亿，分别较年初+12.4%、+15.7%、+8.7%、+12.8%、+16.8%，利润高增长叠加权益端 AFS 资产浮盈增厚其他综合收益，上市险企归母净资产仍然保持较快增速。ROE 角度，平安继续保持同业领先（年化 ROE 达 33%），国寿受高利润增速驱动 ROE 大幅提升至 22%，新华、人保、太保年化 ROE 分别 29%、20%、19%，均有所提升。

图 3：2019H 上市保险公司归母净资产及增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 4：2011~2019H 上市保险公司 ROE 水平



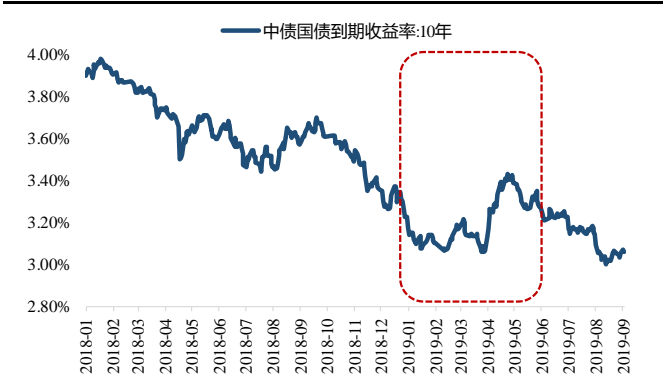
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

\*注：2019H1 为年化值

## 1.2. 权益市场表现向好，投资收益同比提升显著

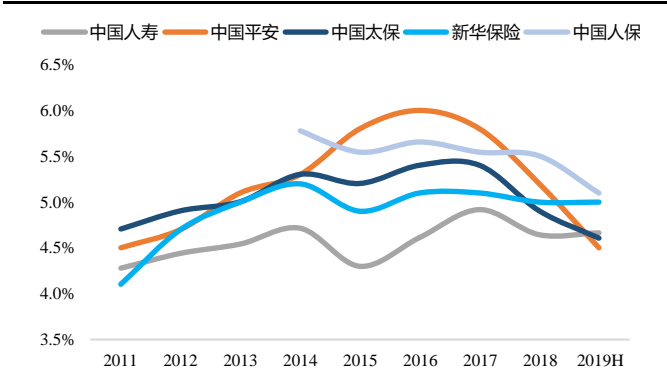
债市走势震荡，净投资收益率基本保持稳定。2019 年上半年，债券市场利率维持低位震荡，10 年期国债收益率与年初持平，中债总全价指数、国债总全价指数分别-0.6%、-0.9%（2018 年同期均上涨 3%），整体来看，上半年利率变动的幅度小于去年同期，国寿、平安、太保、新华、人保的净投资收益率分别为 4.66%、4.5%、4.6%、5.0%、5.1%，其中平安、太保同比+0.3pct.、+0.1pct.；国寿、新华保持稳定；人保同比小幅下滑 0.3pct.。

图 5：2018 年至今中债国债指数及中债指数走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

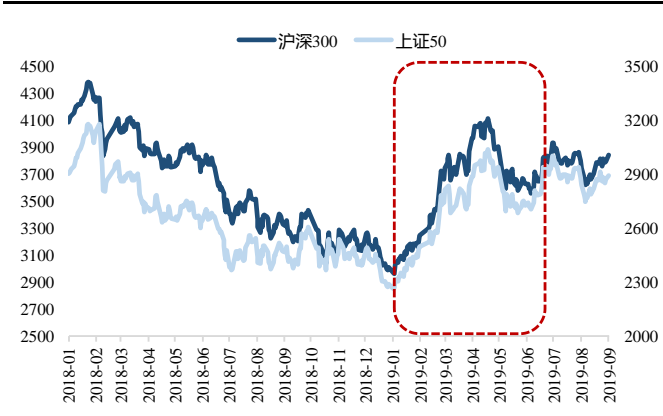
图 6：2011~2019H1 上市保险公司净投资收益率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

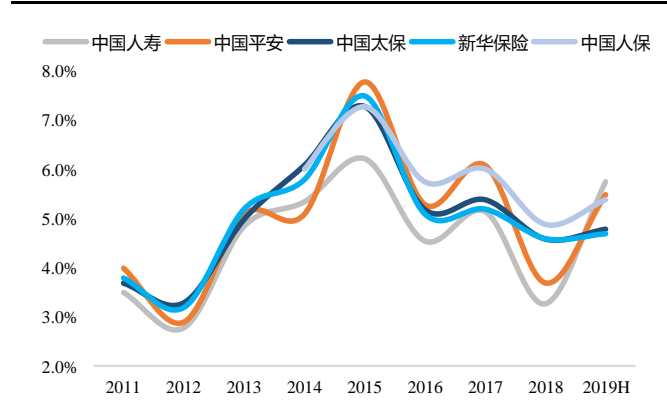
权益市场上涨，驱动总投资收益率显著提升。虽然二季度权益市场表现弱于一季度，但上半年整体仍明显优于去年同期，沪深 300 指数/上证 50 指数分别较年初上涨 27%/29%（2018 年上半年均下跌 13%），驱动保险公司总投资收益同比大幅提升。国寿、平安、太保、新华、人保的总投资收益率分别为 5.77%、5.5%、4.8%、4.7%、5.4%，同比分别 +2.0pct.、+1.5pct.、+0.3pct.、-0.1pct.、+0.3pct.。其中，国寿提升最为显著；平安在 19 下未对权益类利息收入/分红收入/买卖价差等做年化处理，因此总投资收益率存在低估；新华小幅下滑主要系兑现可供出售金融资产浮亏，计提资产减值损失-10.2 亿。考虑浮盈/浮亏后，估算国寿、平安、太保、新华、人保综合投资收益率分别为 8.2%、5.5%、5.9%、5.2%、5.8%，同比分别+4.6pct.、+1.5pct.、+1.1pct.、+1.4pct.、+2.2pct.，提升显著。

图 7：2018/01~2019/09 沪深 300 及上证 50 指数走势



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 8：2011~2019H1 上市保险公司总投资收益率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

表 1: 2019H1 上市保险公司的净、总、综合投资收益率及同比变动

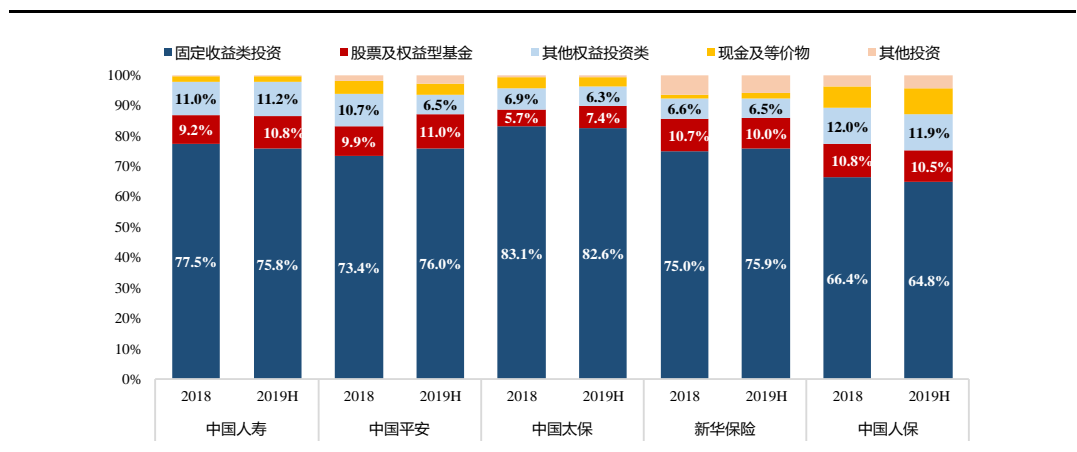
	净投资收益率	总投资收益率	综合投资收益率	同比变动 (pct.)		
中国人寿	4.66%	5.77%	8.24%	+0.0pct.	+2.0pct.	+4.6pct.
中国平安	4.50%	5.50%	5.50%	+0.3pct.	+1.5pct.	+1.5pct.
中国太保	4.60%	4.80%	5.90%	+0.1pct.	+0.3pct.	+1.1pct.
新华保险	5.00%	4.70%	5.20%	+0.0pct.	-0.1pct.	+1.4pct.
中国人保	5.10%	5.40%	5.80%	-0.3pct.	+0.3pct.	+2.2pct.
平均	<b>4.77%</b>	<b>5.23%</b>	<b>6.13%</b>	<b>+0.02pct.</b>	<b>+0.80pct.</b>	<b>+2.16pct.</b>

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

\*注：其中新华/人保的综合投资收益率为估算值

投资资产结构方面，股基类资产整体小幅加仓、债券投资仍是核心配置。上半年，上市险企继续增配国债，地方政府债等免税债券以及政策性金融债等长久期低风险债券，进一步缩小资产负债久期缺口，债券资产仍是核心配置。此外，受市场回暖+监管鼓励双重影响，上市险企整体小幅加仓权益，国寿、平安、太保、新华、人保的股票类资产占比（股票+权益类基金）分别为 10.8%、11.0%、7.4%、10.0%、10.5%，其中国寿、平安、太保较年初分别提升 1.6pct.、1.2pct.、1.7pct.，新华、人保较年初降低 0.7pct.、0.3pct.。

图 9: 2018 年、2019 上半年上市险企投资资产结构



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

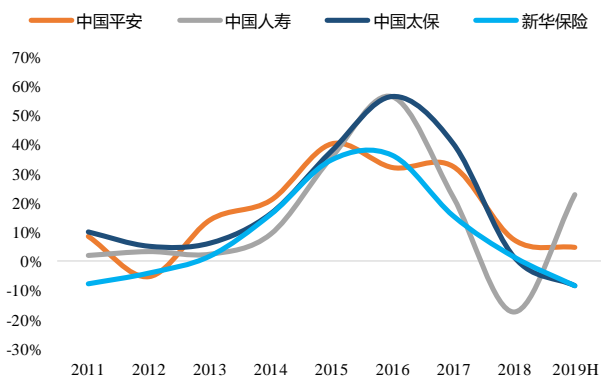
## 2. 寿险：人力规模趋缓，价值增长分化

### 2.1. 新业务价值增速分化，平安价值率仍在提升

**NBV 表现优于去年同期，但增速出现分化。**2019 年上半年，四家上市保险公司实现寿险 NBV 共计 964 亿元，同比增长+7.0%，整体增速有所回暖，但公司间表现分化。其中平安、国寿、太保、新华分别实现新业务价值 410.5 亿、345.7 亿、149.3 亿、59.0 亿，同比增速分别为+4.7%、+22.7%、-8.4%、-8.7%，从分季度数据来看，太保 NBV 增速呈改善趋势，而平安、国寿 NBV 增速较一季度放缓。

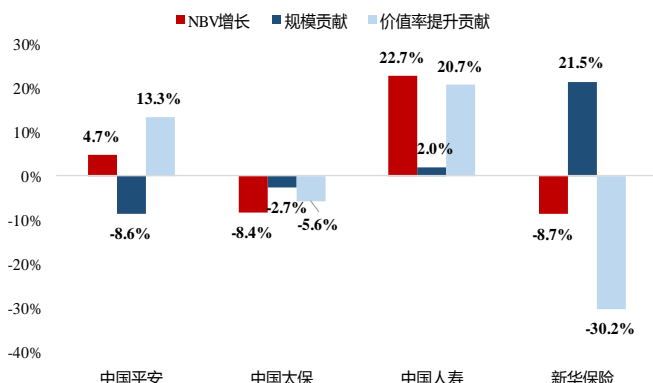
**NBV 增速拆解：平安以价换量、国寿量价齐升、太保量价均下，新华量升价跌。**由于新业务价值的增长可拆解为首年保费的规模贡献和价值率提升的效率贡献，因此拆解可以看出：**1) 平安**：NBV+4.7%小幅正增长，主要源于价值率提升正贡献 13.3%、弥补了新单保费下滑的-8.6%负贡献；**2) 国寿**：规模和价值率双向提升，NBV 高速增长+22.7%，其中新单保费正向贡献+2.0%、价值率正向贡献+20.7%；**3) 太保**：NBV 同比-8.4%但环比呈现改善趋势，下滑主要系规模增速和价值率增速均为负向贡献；**4) 新华**：新单保费增长正向贡献 21.5%，但 NBV 增速受到价值率大幅下滑的影响，同比负增长-8.7%。

图 10：2011-2019H 上市险企新业务价值同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

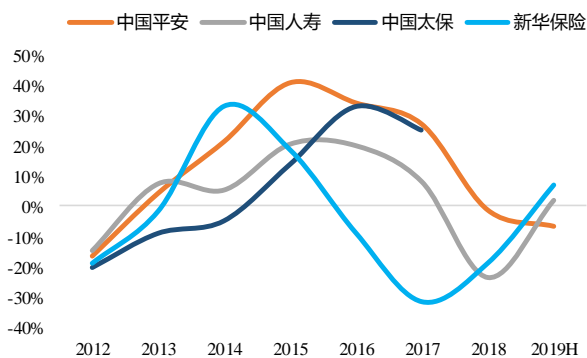
图 11：2019H 上市险企 NBV 增速驱动因素分解



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

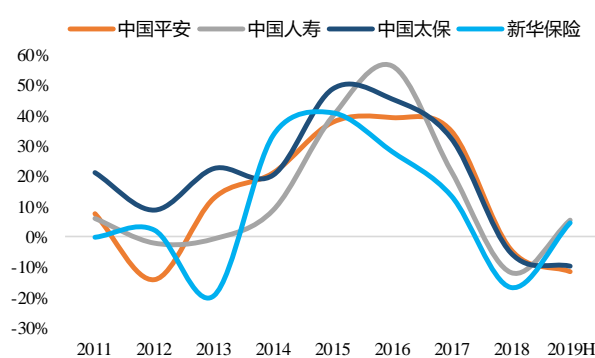
**新单保费增长仍然承压，表现分化主要系开门红策略差异。**上半年，国寿、平安、新华的总新单保费收入分别为 1278 亿、967 亿、156 亿，同比增速分别为+2.0%、-6.6%、+7.0%（太保未披露总新单数据），其中国寿、新华整体正增长主要源于开门红阶段在银保渠道投入较多高利率年金保险产品所致，而平安主动淡化开门红效应，聚焦长期保障型产品，新单在季度间的分布将更为均衡。个险新单方面，平安、太保、国寿、新华个险新单同比增速分别为-11.7%、-10.1%、+5.0%和+4.2%，整体增长仍面临压力，但环比改善趋势显现（平安/太保 Q2 同比增速分别为-7.4%/-3.4%，Q1 分别为-13.1%/-13.1%）。预计下半年随着产品切换+同比基数走低，新单增速改善趋势有望延续。

图 12: 2011~2019H 上市保险公司总新单保费增速



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 13: 2011~2019H 上市保险公司个险新单保费增速



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

**新业务价值率表现分化, 平安、国寿仍在提升。**2019 年上半年, 平安、国寿、太保、新华的 NBV Margin 分别为 44.7%、27.2%、39.0%、37.9%, 分别同比+4.7pct、+5.7pct、-2.4pct、-12.5pct, 价值率趋势分化: **1) 平安:** NBV Margin 提升主要系短险占比下降(短交储蓄型新单同比-25.7%、短期险新单同比-5.1%)、且主力长期产品价值率有所提升; **2) 国寿:** 业务结构优化、保障型产品增速较快(健康险新单同比继续高增+36%, 健康险新单占比较去年同期+3.8pct., 此外 10 年期及以上期交新单同比+68%, 占首年期交保费比重同比+18.1pct.至 45.8%); **3) 新华:** 价值率显著下滑主要源于产品结构变化(银保渠道销售的高利率年金险产品拖累价值率、且价值率相对偏低的短期险占比提升); **4) 太保:** 价值率小幅下滑, 预计主要系长期保障型产品销售趋缓。

表 2: 2013~2019H1 上市保险公司的新业务价值率

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H	2018H
中国平安-首年保费	37.0%	37.6%	45.3%	43.5%	43.3%	46.7%	<b>47.4%</b>	40.9%
中国平安-标准保费	30.8%	30.4%	38.8%	37.4%	39.3%	43.7%	<b>44.7%</b>	39.0%
中国人寿	-	-	-	32.8%	33.8%	30.5%	<b>27.2%</b>	21.5%
中国太保	20.7%	24.5%	29.5%	32.9%	39.4%	43.7%	<b>39.0%</b>	41.4%
新华保险	10.6%	11.5%	15.0%	22.4%	39.7%	47.9%	<b>37.9%</b>	50.5%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2.2. 投资正偏差提升内含价值增速, 营运利润稳健增长

**内含价值增速整体快于去年同期, 投资回报偏差正向贡献提振 EV 表现。**2019 年上半年, 平安、国寿、太保、新华的寿险内含价值分别相较于年初增长+16.3%、+7.8%、+11.5%和+10.5%, 整体增速快于去年同期。从内含价值增长的驱动因素来看, EV 的内生增长(有效业务回报加调整净资产预期利益)以及新业务价值保持稳定, 贡献内含价值稳定增长。此外, 今年上半年权益市场表现向好, 带来投资回报正偏差(实际投资收益率与假定收益率偏差), 平安、国寿、新华的投资偏差/期初 EV 分别为 2.57%、3.30%、1.58%, 投资正向贡献提振寿险内含价值增速。



表 3：2013~2019H1 上市保险的寿险内含价值及同比增速（单位：百万元/%）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H	2018H
中国平安	203,038	264,223	326,814	360,312	496,381	613,224	713,191	572,336
YOY%	14.4%	30.1%	23.7%	10.2%	37.8%	23.5%	16.3%	15.3%
中国太保	97,298	125,737	151,918	181,603	214,037	258,428	278,487	234,215
YOY%	14.1%	29.2%	20.8%	19.5%	17.9%	20.7%	7.8%	9.4%
中国人寿	342,224	454,906	560,277	652,057	734,172	795,052	886804	769,225
YOY%	1.4%	32.9%	23.2%	16.4%	12.6%	8.3%	11.5%	4.8%
新华保险	64,407	85,260	103,280	129,450	153,474	173,153	191,403	165,601
YOY%	13.3%	32.4%	21.1%	25.3%	18.6%	12.8%	10.5%	7.9%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 4：2019H1 上市保险的寿险内含价值变动的驱动因素分解

2019H 寿险 EV 变动	平安寿险	中国人寿	新华保险	中国太保
EV 预期回报/期初 EV	4.57%	4.03%	4.52%	-
NBV（分散效应）/期初 EV	8.06%	4.35%	3.40%	5.78%
投资偏差/期初 EV	2.57%	3.30%	1.58%	-
营运偏差/期初 EV	1.43%	0.15%	0.96%	-
估计变更/期初 EV	0.15%	0.00%	0.00%	-
资本变化（注资、分红等）/ 期初 EV	-1.73%	-0.59%	-1.39%	-
其他	1.26%	0.30%	1.33%	-
<b>EV 增长</b>	<b>16.30%</b>	<b>11.54%</b>	<b>10.40%</b>	<b>7.76%</b>

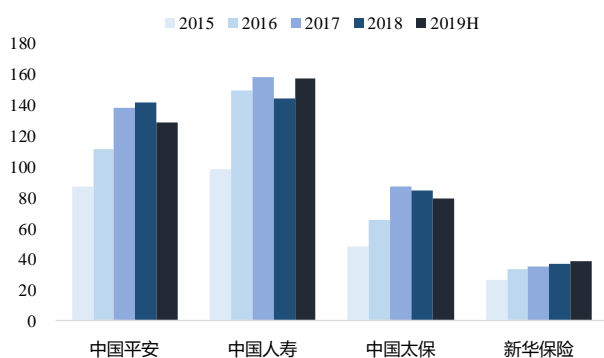
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

平安、太保营运利润分别同比+14.7%、+23.8%，增速保持稳健。此次中报太保首次披露归母营运利润指标，平安、太保剔除短期投资波动和税收等一次性因素影响后的归母 OPAT 分别+14.7%、+23.8%，其中寿险分部的归母 OPAT 分别+18.9%、+36.9%，保持稳健高增。基于平安已确定以营运利润为基准的分红体系，未来太保分红也有可能逐步挂钩营运利润，使股东分享公司长期价值稳定增长的红利。

### 2.3. 人力从增量走向提质，保障型产品仍是主力

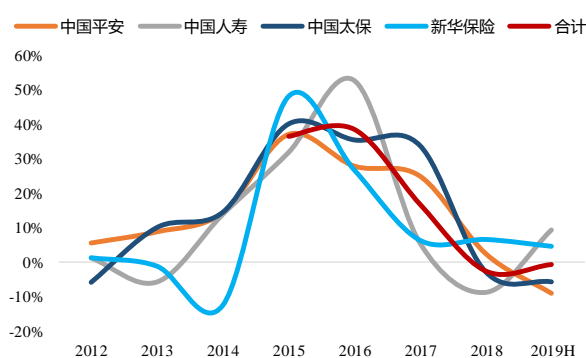
代理人规模总体负增长，国寿、新华逆势上升，平安、太保主动清虚提升质态。上半年平安、太保、国寿、新华个险代理人规模分别为 128.6、79.6、157.3、38.6、27.2 万人，同比增速分别为-9.3%、-6.0%、+9.3%、+4.3%。其中，国寿代理人规模同比增长 9.3%，增长强劲。新华调整公司发展战略，着力“个险快速发展”，全力支持一线，代理人规模同比增长 4.3%。上半年，四家险企代理人总量同比增速为-0.7%，与 2018 年上半年代理人增速（-0.9%）相比基本持平，相较于 2015、2016、2017 年代理人增速（四家险企代理人总量增速分别为 36.5%、38.5%和 16.7%）显著放缓，前期在人口红利驱动下的粗放式发展不可持续，今年以来险企主动“清虚”，导致中短期内代理人规模增长趋缓。

图 14：2015~2019H 上市险企代理人规模（万人）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

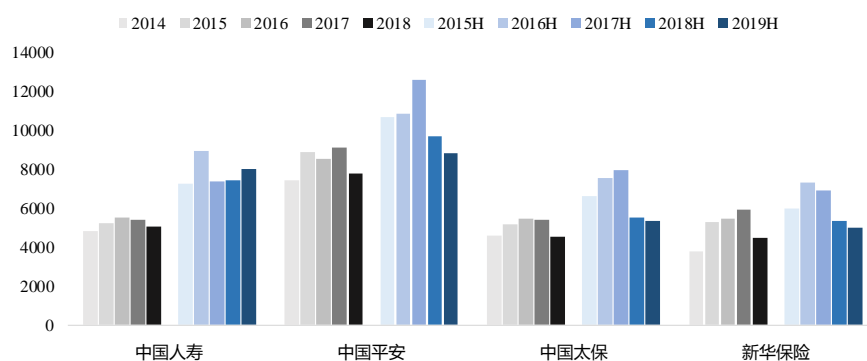
图 15：2012~2019H 上市险企代理人规模增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

人均产能出现分化，后续提升队伍质态成为关键。以个险渠道新单保费/人力规模估算产能，除国寿外均小幅下滑，其中：**1) 国寿**：代理人产能同比上升，主要系个险月均有效销售人力同比+38.2%，其中月均销售特定保障型产品人力同比+52.1%；**2) 平安**：产能有所下滑主要系弱化开门红效应所致，人均 NBV+8.5%，价值创造能力提升；**3) 太保**：核心队伍保持稳定，人均首年保费同比+5.0%，月均健康人力 30.9 万人、占比+0.6pct.，月均绩优人力 16.8 万人、占比+1.6pct.；**4) 新华**：产能小幅下滑主要系队伍规模增长+短险件均保费较低摊薄所致。随着未来复杂程度较高的保障型产品成为主线，同时监管层对销售端管控收紧，后续提升发展高质量的代理人队伍成为关键。

图 16：2014~2019H 上市保险公司代理人产能（元/每人每月）



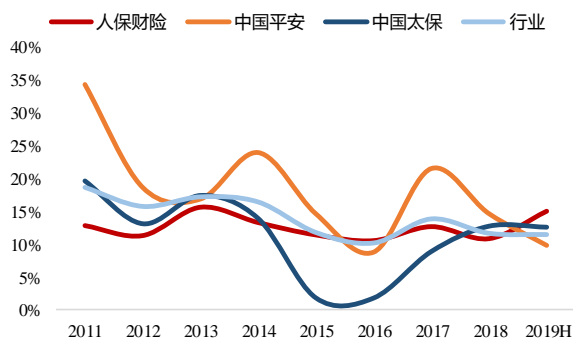
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

### 3. 产险：非车险延续全面高增，综合成本率基本保持稳定

#### 3.1. 车险保费增速放缓，新兴险种驱动非车险扩张

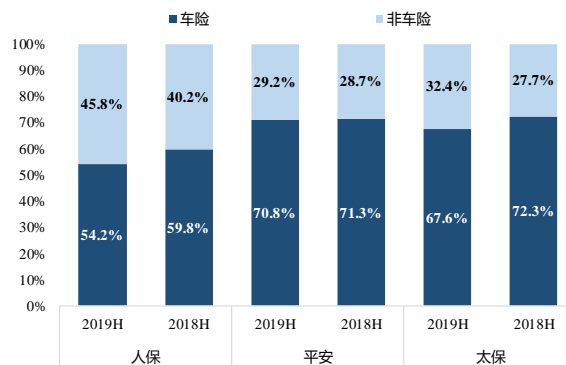
车险保费增速持续放缓，非车险保费延续全面高增。2019年上半年，财产险行业保费增长11.3%，其中人保、平安、太保分别增长+14.9%、+9.7%、+12.5%。分险种来看，车险和非车险显著分化，上半年受宏观经济影响，新车销量增速趋缓+费改后车险件均保费下滑，行业车险保费持续放缓。人保、平安、太保车险分别增长+4.1%、+9.0%、+5.2%；非车险保费分别增长+31.0%、+11.6%、+31.4%，非车险保费占比分别提升至45.8%、29.2%、32.4%，分别同比上升+5.6pct.、+0.5pct.、+4.7pct.。我们判断，下半年车险保费同比预计回暖，叠加非车险业务持续扩张，有望驱动保费增速进一步回暖。

图 17：2011-2019H 上市险企产险保费收入增速



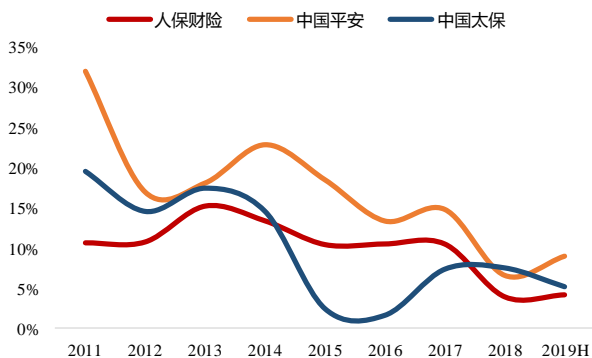
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 18：2018H、2019H 上市险企产险保费收入结构



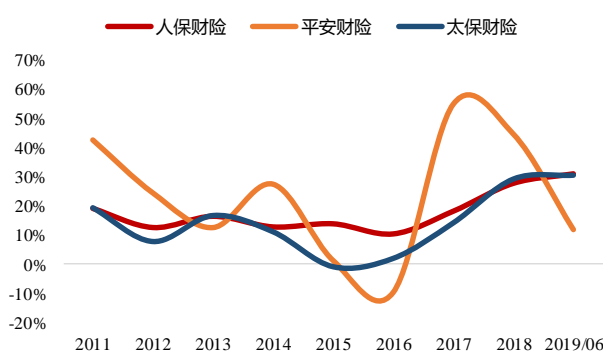
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 19：2011-2019H 上市险企车险保费收入增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 20：2011-2019H 上市险企非车险保费收入增速

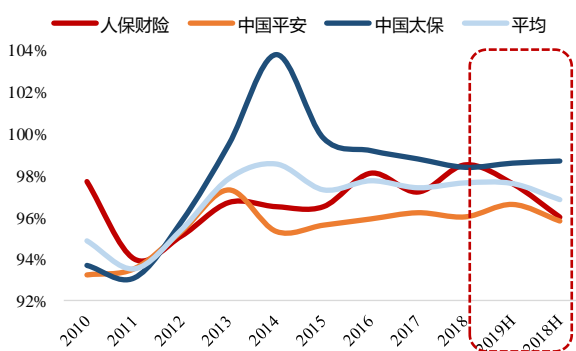


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

### 3.2. 费用率显著下降，综合成本率基本保持稳定

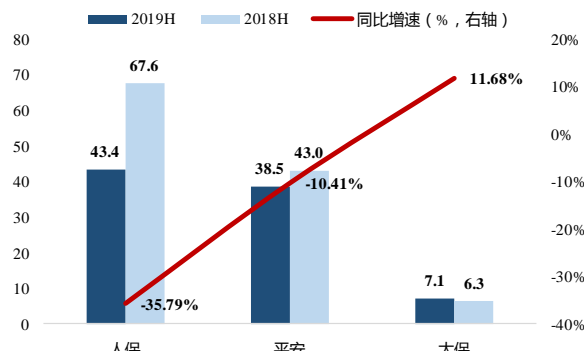
综合成本率小幅上升，承保盈利表现分化。2019年上半年，人保财、平安财、太保的综合成本率分别为97.6%、96.6%、98.6%，同比上升+1.6pct.、+0.8pct.、-0.1pct.，对应承保端盈利表现分化主要系：1) 人保财：受自然灾害事故多发及猪瘟影响，农险等险种赔付率上行导致承保利润收窄，此外政策性业务意健险仍然承保亏损，承保利润同比下滑-35.8%至43.4亿；2) 平安财：车险综合成本率仍然保持行业领先，保证险等非车险种赔付率上行，承保利润小幅下滑-10.4%至38.5亿；3) 太保财：保证险、农险等新兴业务推动非车业务快速增长，且非车险综合成本率大幅-2.2pct.，实现承保盈利。

图 21：2010-2019H 上市险企的财险综合成本率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

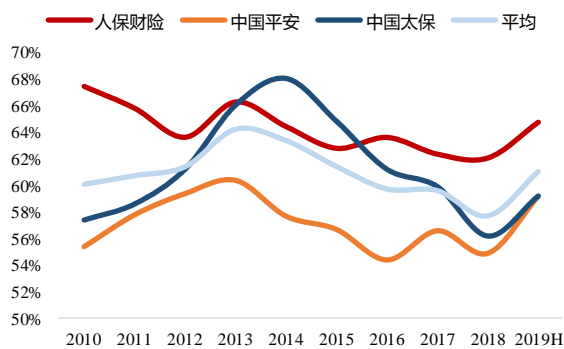
图 22：2019H、2018H 上市险企承保利润及同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

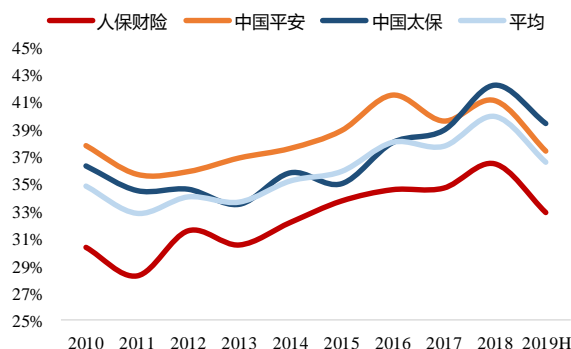
费用率在监管深化下已有显著改善，赔付率小幅上行。从综合成本率的拆分来看，费用率分别为32.9%、37.4%、39.4%，同比下降-1.9pct.、-1.0pct.、-1.3pct.，今年以来监管进一步趋严、费用率回落下行趋势显著；赔付率分别为64.7%、59.2%、59.2%，同比分别上升+3.5pct.、1.8pct.、1.2pct.，主要源于费改导致车均保费下降、叠加已赚保费形成率问题（如人保上半年实际赔付增速已低于保费增速）。我们认为，随着下半年已赚保费逐步恢复正常水平，费用率降幅有望增大、赔付率有望趋于稳定。

图 23：2010-2019H 上市险企的财险综合赔付率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

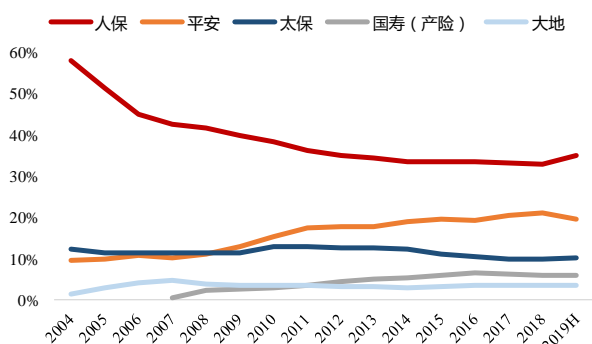
图 24：2011-2019H 上市险企的财险综合费用率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

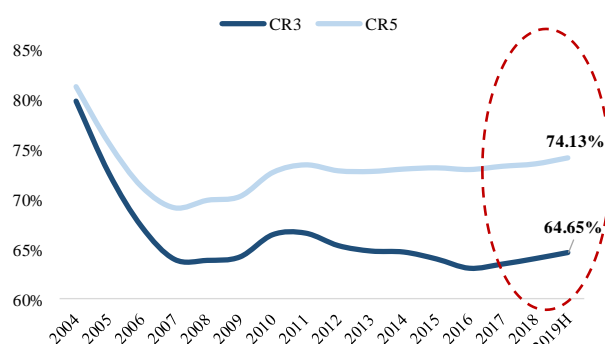
车险费改预计深化行业供给侧改革，行业 CR3 已有小幅上行。2019 年上半年人保财险、平安财险、太保财险市场份额分别为 35.1%、19.5%、10.1%，较年初分别同比 +2.08pct.、-1.6pct.、+0.1pct.，其中人保、太保市场份额自近年持续下滑后出现回升，平安下滑预计主要系前期通过费用投入扩大市场份额、监管控费导致扩张受到一定影响。综合来看，产险行业集中度仍呈现上行趋势，CR3、CR5 分别较年初+0.61pct.、+0.60pct.至 64.7%、74.1%。长期而言，随着车险费改深化供给侧改革，预计未来赔付率上行+费用率下行的“跷跷板”效应下龙头公司综合成本率有望维持稳健，且有望凭借对车险产业链的深度把控，及数据、定价、服务等优势持续扩张市场份额，而中小公司在承保压力下或可能逐步退出车险市场，车险市场的寡头垄断有望进一步深化。

图 25：2004-2019H 财险行业 CR5 的市场份额



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图 26：2004-2019H 财险行业的 CR3、CR5



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

#### 4. 投资建议：寿险价值增速趋势向好，产险承保盈利周期向上

**寿险：**随着下半年新产品切换，叠加代理人“清虚”后增长状况环比好转，我们认为，寿险保费增长压力将趋小，三季度起新单保费及 NBV 增长有望呈现好转趋势：1) 7 月起各公司上线多款新保险产品（如平安“大小福星”、太保“金福人生”等）有望驱动销售；2) 上半年公司对代理人主动“清虚”，随着无效低质量代理人逐步脱落，我们认为，下半年代理人队伍增长情况将环比好转；3) 监管防范利差损的意图显著，高定价利率的年金保险产品规模预计下降，价值率有望企稳、维持高位。

**产险：**下半年车险增速预计同比回升，非车有望延续增长，而龙头险企的费用率保持低位+赔付率企稳，叠加已赚保费形成率因素消除，综合成本率有望逐月改善：1) 下半年车险增速有望迎多重因素催化，包括同比低基数、乘用车税率降低、国五国六排放标准推进实施、广州等限购地区趋于放松、高端品牌价格下降等；2) 行业费用率在严监下保持低位，龙头险企有望凭借对产业链的深度掌控以及在数据、定价方面的优势实现赔付率企稳，整体综合成本率在“跷跷板”效应逐月改善；3) 行业上半年承保盈利

受分母已赚保费形成率因素影响，导致综合成本率偏高，三季度起有望恢复正常。

图 27：上市保险公司估值表（股价对应 2019 年 9 月 4 日收盘价）

公司名称	股价	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2017	2018	2019E	2020E	2021E
		EVPS					1Yr VNB				
中国人寿	29.26	25.97	28.13	33.70	38.58	43.95	2.13	1.75	2.11	2.36	2.68
中国平安	88.30	45.14	54.84	67.35	81.62	98.93	3.68	3.95	4.32	4.78	5.74
中国太保	38.20	31.58	37.09	43.34	50.64	58.92	2.95	2.99	3.01	3.21	3.57
新华保险	50.28	49.20	55.51	65.45	76.12	88.38	3.87	3.91	3.92	4.45	5.16
		P/EV					VNBX				
中国人寿 A	29.26	1.13	1.04	0.87	0.76	0.67	13.76	16.70	13.90	12.37	10.90
中国平安 A	88.30	1.96	1.61	1.31	1.08	0.89	23.96	22.33	20.42	18.48	15.38
中国太保 A	38.20	1.21	1.03	0.88	0.75	0.65	12.95	12.76	12.70	11.90	10.70
新华保险 A	50.28	1.02	0.91	0.77	0.66	0.57	13.00	12.85	12.83	11.30	9.74
平均		1.33	1.15	0.96	0.81	0.69	15.92	16.16	14.96	13.51	11.68
中国人寿 H	18.86	0.65	0.60	0.50	0.44	0.39	7.98	9.69	8.06	7.18	6.32
中国平安 H	93.25	1.86	1.53	1.25	1.03	0.85	22.78	21.22	19.41	17.56	14.62
中国太保 H	32.70	0.93	0.79	0.68	0.58	0.50	9.98	9.83	9.79	9.17	8.24
新华保险 H	33.15	0.61	0.54	0.46	0.39	0.34	7.72	7.62	7.61	6.70	5.78
平均		1.01	0.87	0.72	0.61	0.52	12.11	12.09	11.22	10.15	8.74
		EPS					BVPS				
中国人寿	29.26	1.14	0.40	1.51	1.68	2.02	11.35	11.26	13.75	15.61	17.67
中国平安	88.30	4.87	5.88	8.24	9.75	11.64	25.89	30.44	35.19	41.46	49.21
中国太保	38.20	1.62	1.99	3.08	3.36	3.98	15.17	16.51	18.82	20.68	22.81
新华保险	50.28	1.73	2.54	4.45	5.01	5.90	19.81	21.02	24.18	28.18	32.83
		P/E					P/B				
中国人寿 A	29.26	25.64	72.58	19.38	17.37	14.50	2.58	2.60	2.13	1.87	1.66
中国平安 A	88.30	18.12	15.03	10.71	9.06	7.58	3.41	2.90	2.51	2.13	1.79
中国太保 A	38.20	23.61	19.21	12.42	11.37	9.60	2.52	2.31	2.03	1.85	1.67
新华保险 A	50.28	29.14	19.80	11.30	10.04	8.52	2.54	2.39	2.08	1.78	1.53
平均		24.13	31.65	13.45	11.96	10.05	2.76	2.55	2.19	1.91	1.66
中国人寿 H	18.86	14.88	42.10	11.24	10.08	8.41	1.49	1.51	1.23	1.09	0.96
中国平安 H	93.25	17.22	14.28	10.18	8.61	7.21	3.24	2.76	2.39	2.02	1.71
中国太保 H	32.70	18.19	14.80	9.57	8.76	7.40	1.94	1.78	1.56	1.42	1.29
新华保险 H	33.15	17.29	11.75	6.71	5.96	5.05	1.51	1.42	1.23	1.06	0.91
平均		16.89	20.73	9.42	8.35	7.02	2.05	1.87	1.60	1.40	1.22

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 5. 风险提示

1) **寿险新单保费持续下滑**：如果保障型保单后续销售不力，将影响寿险业务成长预期及 NBV、EV 增速预期；

2) **长端利率持续下行**：长端利率下行会导致保险公司利差收窄，影响盈利能力及未来投资收益率。

3) **股市波动导致投资收益下滑**：股市波动会对保险公司净利润及 EV 增长造成负面冲击。

4) **财产险费用管控成效不及预期**：如果行业继续加大费用投入，可能造成费用率、赔付率双升的情形，影响财产险承保利润率及综合业绩；

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>