

## 保险行业深度研究报告

# “开门红”策略选择不同，增长出现分化

## ——上市险企2019年中报综述

推荐（维持）

- **行业增速已过去去年最低点，健康险增长维持景气。**上半年人身险公司实现原保险保费收入1.88万亿元，同比+15.2%，与去年同期大幅负增长相比，行业今年整体状况向好，已过去去年最低点。健康险在人身险行业中的地位进一步巩固，占比较去年同期提升2.4个百分点至20.2%，同比增速较此前进一步扩大至31.7%，仍处于高景气增长区间。
- **上市险企“开门红”策略选择不同，发展分化。**从整体保费增长结构来看，上半年4家公司续期保费增速与去年同期相比均有较大程度的回落，因去年同期各公司新单出现不同程度的负增长。国寿和新华由“开门红”新单业务拉动，整体增速得以平稳。太保和平安坚定转型，新单增速仍为负，导致整体增速向下。从价值率来看，平安和国寿价值率有所提升，新华和太保价值率则出现不同程度的下降，根本原因在于短期内各家公司策略选择有所不同，量（新单规模）、价（价值率）之间的博弈最终导致新业务价值增长结果不同。平安最为稳健，在业务结构优化、价值率提升的同时保证了规模的不快速下滑，新业务价值实现了小幅温和增长；太保策略相对温和，小幅牺牲价值率缓解新单增长的压力，但效果并不是特别显著，新业务价值增速虽较去年同期向上，但仍然为负；国寿和新华上半年策略较为鲜明和激进：国寿量价齐升，带动新业务价值高增20%以上，新华战略发生较明显变化，价值率出现较大幅度下滑，但规模得到一定提升，渠道和产品结构有所改变。
- **产险业务费用率下降，赔付率上升，承保端成本率有待稳定尚有下降空间。**随着去年车险市场“报行合一”的实施，上半年费用竞争进一步被遏制，手续费率下降。而赔付率因已赚保费基数变化以及自然灾害影响普遍上升。受益于所得税费用的大幅下降以及投资收益增长的贡献，上市险企扣非净利润今年实现正增长，相较于去年产险业务净利润负增长的情况得以好转，但由于各家公司综合成本率有所上升，承保利润处于负增长中。目前车险市场仍处于秩序调整过程中，费用率和赔付率都面临一定的不稳定性，所以承保端成本率也尚未稳定。待车险市场秩序进一步稳定后，各家公司承保端利润增长料将逐步稳定，预期成本率也将有一定下降空间。
- **一次性税收返还和投资收益大增贡献利润，对冲NBV增速放缓拉低内含价值增速的影响。**影响保险公司内含价值增长的因素众多，相较于去年新业务价值和投资回报双双承压的情况，2019年上半年影响上EV增长的主要矛盾为新业务价值增长持续承压、投资业绩受益于股市高增以及一次性税收返还贡献增量利润。投资业绩高增和税后一次性返还对冲了新业务价值增速放缓的影响，四家上市险企EV尚可维持前期较高增速，除太保外，年化EV增速较去年有较大提升。
- **投资建议：**从人身险行业发展来看，已经历去年最低点，增长有所恢复拐点向上，健康险依然维持高景气度增长。未来无论是保障需求还是储蓄、财富管理需求都有较大的空间，保险个股均享受行业增长的红利；从监管环境来看，2016年行业逐步进入监管收紧阶段，市场秩序逐渐规范，在行业转型阵痛过程中，转型较早、坚持高质量发展的公司料将享受份额的集中；从上市公司来看，在面临新业务增长持续承压，人力增长出现瓶颈等不利状况时，坚持正确的战略选择不动摇尤为重要。经过此前一轮调整和中报估值切换，当前保险股PEV估值除平安外均跌破1倍，处于较低位置，分别为：1.47x（平安）、0.95x（太保）、0.93x（国寿）、0.84x（新华）。继续推荐价值创造能力同业占优的中国平安、中国太保以及高弹性品种新华保险、中国人寿。
- **风险提示：**3、4季度新业务增长不及预期、权益市场震荡向下、长端利率持续向下、车险市场竞争加剧、自然灾害频发、监管政策变化。

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
中国平安	89.56	8.96	12.65	14.87	10.0	7.08	6.02	2.94	强推
中国人寿	29.28	1.57	0.99	1.16	18.65	29.58	25.24	2.66	推荐
新华保险	51.68	5.13	4.05	5.16	10.07	12.76	10.02	2.46	强推
中国太保	38.23	2.86	2.64	3.25	13.37	14.48	11.76	2.32	推荐
中国人保	9.16	0.43	0.49	0.58	21.3	18.69	15.79	2.66	中性

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2019年09月11日收盘价

## 华创证券研究所

证券分析师：洪锦屏

电话：0755-82755952

邮箱：hongjinping@hcyjs.com

执业编号：S0360516110002

联系人：张经纬

电话：0755-82756802

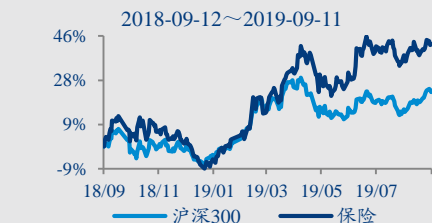
邮箱：zhangjingwei@hcyjs.com

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	7	0.19
总市值(亿元)	34,244.95	5.44
流通市值(亿元)	19,795.62	4.32

## 相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	5.83	25.31	59.47	
相对表现	-2.33	17.85	37.79	



## 相关研究报告

《风雨过后，转机来临——保险行业2018年报综述》

2019-04-03

《保险行业2019年中期投资策略：解析寿险需求的长期函数——中国和印度的寿险业发展比较》

2019-05-05

《保险行业深度研究报告：从日本、韩国、台湾地区历史经验看对外开放内外资博弈》

2019-07-25

# 目录

一、上市险企 2019 年中报关键指标一览.....	5
二、人身险业务：已经过去年最低点，整体向上，上市险企“开门红”策略不同，增长呈现分化.....	5
（一）行业增速已过去年最低点，健康险增长维持景气.....	5
（二）上市险企“开门红”策略不同，发展分化.....	7
（三）价值率分析：策略选择不同，业务结构变化，新业务价值增长喜忧参半.....	8
（四）人力增长同样出现分化：国寿、新华逆势增长，平安太保暂时乏力，未来战略坚持尤显重要.....	11
三、财产险业务：车险行业增速保持低位，非车险占比提升.....	11
（一）行业增速小幅回落，头部集中现象明显.....	11
（二）上市险企非车险占比继续提升，人保因政策性保险跑赢行业，平安因保证险业务跑输行业.....	12
（三）成本率分析：费用率下降，赔付率上升，承保端成本率有待稳定尚有下降空间.....	14
四、一次性税收返还和投资收益大增贡献利润，对冲新业务价值拉低内含价值增速的影响.....	16
（一）上市险企净利润高增，部分受益于财税新政对佣金手续费抵扣额度的提升.....	16
（二）一季度权益市场大幅上行，股票基金仓位上升，投资业绩表现亮眼.....	16
（三）新业务价值增长延续承压，投资业绩和一次性税收返还对冲影响，内含价值尚可维持前期较高增速.....	18
五、投资建议.....	21
六、风险提示.....	22

# 图表目录

图表 1	上市险企 2019 年中报关键指标一览	5
图表 2	人身险行业发展已经过去年最低点，整体向上（单位：亿元）	6
图表 3	行业健康险保费占比同比提升	6
图表 4	健康险增速同比进一步扩大，寿险恢复正增长	6
图表 5	上市险企人身险保费整体增速不及行业	6
图表 6	续期增速回落较大，新华保险新单拉动整体保费增速维持稳定	7
图表 7	续期增速因去年新单负增长较多回落，新单拉动国寿整体保费增速保持稳定	7
图表 8	太保整体增速向下，新单增速仍为负，续期回落较大	8
图表 9	中国平安人身险业务续期增速回落较大，新单尚未恢复正增长，整体增速回落至低位	8
图表 10	相较于去年，新业务增长有所好转，但仍一定承压	8
图表 11	平安和国寿价值率有所提升，新华和太保出现不同程度下降	8
图表 12	新业务价值增长在不同的策略选择下出现分化	9
图表 13	平安新单渠道结构：个险渠道占比缓慢下降，渠道有多元化发展趋势	9
图表 14	平安新单险种结构：长期保障和储蓄型产品占比显著提升	9
图表 15	新华保险长险新单中，银保渠道占比有所提升，渠道倾向银保	10
图表 16	新华长险新单中，传统险占比大幅提升，产品策略转变明显	10
图表 17	寿险行业代理人经历高速增长后，近 3 年来逐步回落，2018 年显现增长瓶颈	11
图表 18	国寿、新华人力逆势增长，平安、太保暂时乏力	11
图表 19	2019 年汽车销量继续向下，产险和车险小幅回落	12
图表 20	上半年财产险市场份额进一步向头部集中	12
图表 21	人保财产险业务占比：非车险占比进一步提升，意外伤害及健康险贡献大	12
图表 22	人保财产险业务增速：车险仍处低增长区间；非车维持高增长	12
图表 23	平安财产险业务占比：车险份额逐年下降，保证险业务份额进一步提升	13
图表 24	平安财产险业务增速：保证险增速由于基数大出现回落，非车增速依然高企	13
图表 25	太保财产险业务占比：非车险占比提升	13
图表 26	太保财产险业务增速：车险增速回落，非车维持高位	13
图表 27	平安因保证险业务收缩，财产险业务增速跑输行业	14
图表 28	人保、太保非车险增速维持高位，平安保证险业务拖累非车增速回落	14
图表 29	平安车险增速向上，高于人保和太保	14
图表 30	上市险企财产险业务综合费用率同比均有下降	15
图表 31	上市险企财产险业务综合成本率同比均有上升	15
图表 32	综合成本率普遍上升，赔付率提升幅度大于费用率下降幅度	15

图表 33	2018 年汇算清缴返还一次性所得税金额 .....	16
图表 34	上市险企净投资收益率整体上行* .....	16
图表 35	上市险企总投资收益率整体上行* .....	16
图表 36	上市险企投资资产配置明细 .....	18
图表 37	除中国太保外，寿险业务内含价值均有提升（寿险业务、亿元） .....	19
图表 38	预期回报对 EV 增长贡献率 .....	19
图表 39	新业务价值对 EV 增长贡献率：平安创造新业务价值的的能力高于同业，其次为太保 .....	19
图表 40	运营经验偏差对 EV 增长贡献率：2016 年以后各家公司运营偏差开始贡献价值 .....	20
图表 41	历史 ROEV 走势：2016 年“偿二代”实施后，价值创造能力格局清晰，平安 > 太保 > 新华 > 国寿 .....	20
图表 42	中国平安内含价值增长明细：投资回报和税收一次性返还贡献主要内含价值营运利润 .....	20
图表 43	新华保险内含价值增长明细：投资回报和一次性税收返还贡献提升 .....	21
图表 44	中国人寿内含价值增长明细：新业务价值、投资回报贡献内含价值主要增长 .....	21

## 一、上市险企 2019 年中报关键指标一览

图表 1 上市险企 2019 年中报关键指标一览

单位: 亿元/%	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险
归母净利润	977	376	162	105
yoy: %	68.1	128.9	96.1	81.8
归母营运利润	735	/	136	/
yoy: %	23.8	/	14.7	/
归母净资产	6253	3684	1625	766
较年初: %	12.4	15.7	8.7	16.8
内含价值	11132	8868	3651	1914
较年初: %	11	11.5	8.6	10.5
剩余边际	8674	7422	3155	2083
较年初: %	10.3	8.5	10.5	6.5
寿险新单保费	967	1278	264 (代理人渠道)	156 (含短险)
yoy: %	-6.6	2.0	-10.1	7.0
新业务价值	411	346	149	59
yoy: %	4.7	22.7	-8.4	-8.7
新业务价值率	44.7	36.6 (个险)	39	37.9
yoy: pct	5.7	4.2	-2.4	-12.5
总投资收益率 (年化)	5.5	5.78	4.8	4.7
yoy: pct	1.5	2	0.3	-0.1
净投资收益率 (年化)	4.5	4.66	4.6	5.0
yoy: pct	0.3	0.0	0.1	0.0
综合投资收益率 (年化)	/	8.24	5.9	/

资料来源: 公司财报, 华创证券

## 二、人身险业务: 已经过去年最低点, 整体向上, 上市险企“开门红”策略不同, 增长呈现分化

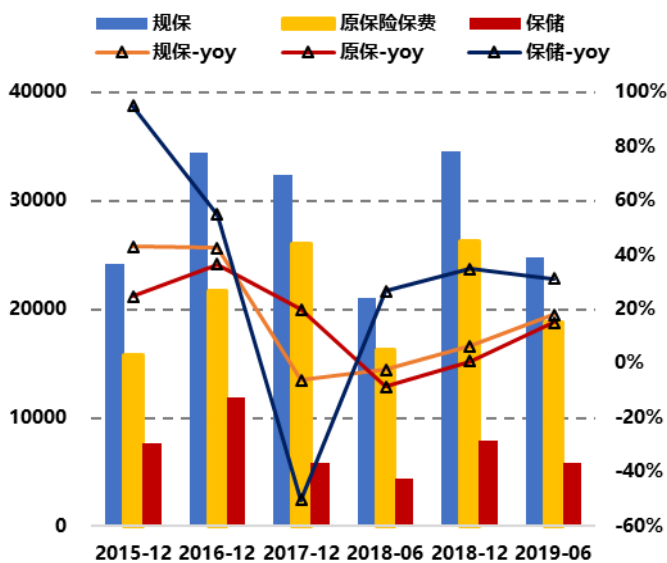
### (一) 行业增速已过去年最低点, 健康险增长维持景气

人身险行业保费增速较去年同期明显好转, 但新单仍承压。截至 2019 年 6 月, 人身险公司实现规模保费 2.48 万亿元, 同比+18.1%。其中, 原保险保费收入 1.88 万亿元, 同比+15.2%。与去年同期大幅负增长相比, 行业今年整体状况向好, 已过去年最低点。寿险个人业务新单保费同比+14.2%, 年金险新单同比-31.9%, “19 号文”影响和行业结构转型仍在继续, 预期 2019 年全年原保险保费增速在 15%左右的水平。保户储金及投资款新增 5801 亿元, 同比+31.4%, 延续了去年较高增速区间。2017 年中短存续期产品 (主要为万能险) 遭受监管限制急速下滑, 2018、2019

年为低基数下的缓慢恢复区间。“开门红”期间，万能险搭配年金险销售较多，预期保储增速将逐月回落，全年增速在 20%-25% 的水平。

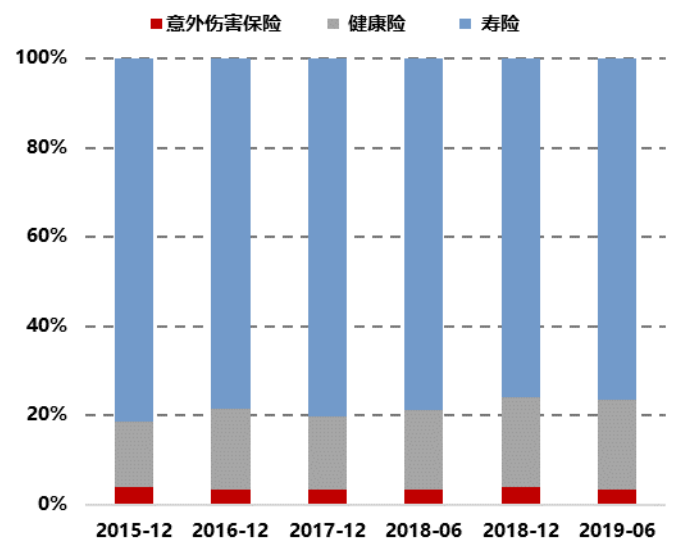
分险种来看，上半年健康险保费收入 3976 亿元，同比+31.7%；寿险保费收入为 1.5 万亿元，同比+12.47%；意外伤害保险保费为 641 亿元，同比+17.25%。健康险在人身险行业中的地位进一步巩固，占比较去年同期提升 2.4 个百分点至 20.2%，同比增速较此前进一步扩大至 31.7%，仍处于高景气区间。寿险占比受健康险挤压，较去年同期下降 2.4 个百分点至 76.5%，同比增速经过去年低点后反转回升。意外伤害保险占比保持不变，为 3.3%，增速较此前维持稳定。

图表 2 人身险行业发展已经过去年最低点，整体向上  
(单位: 亿元)



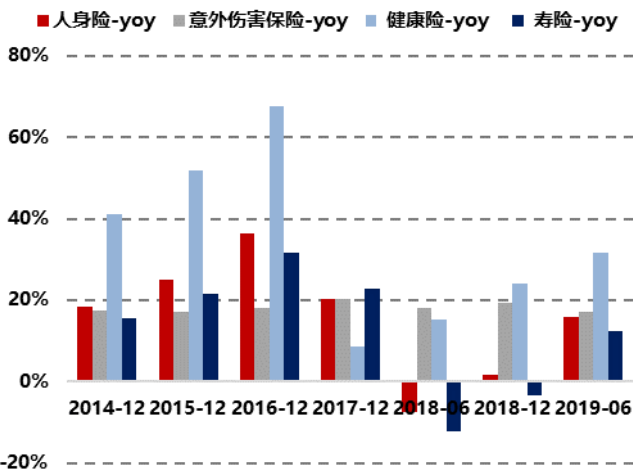
资料来源: 银保监会, 华创证券

图表 3 行业健康险保费占比同比提升



资料来源: 银保监会, 华创证券  
\*原保险保费收入口径

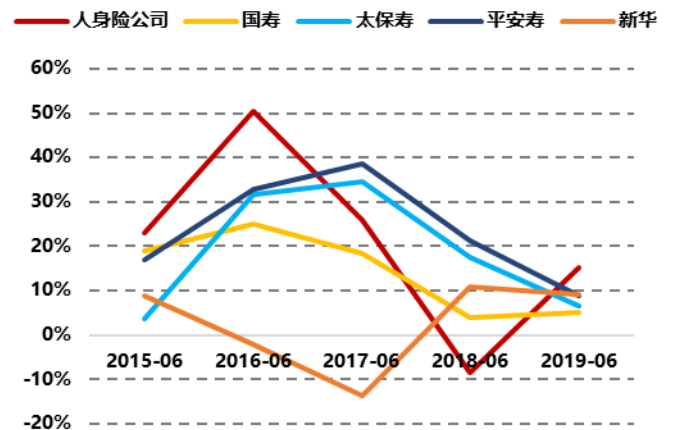
图表 4 健康险增速同比进一步扩大, 寿险恢复正增长



资料来源: 银保监会, 华创证券

\*原保险保费收入口径

图表 5 上市险企人身险保费整体增速不及行业



资料来源: 银保监会, 华创证券

\*原保险保费收入口径

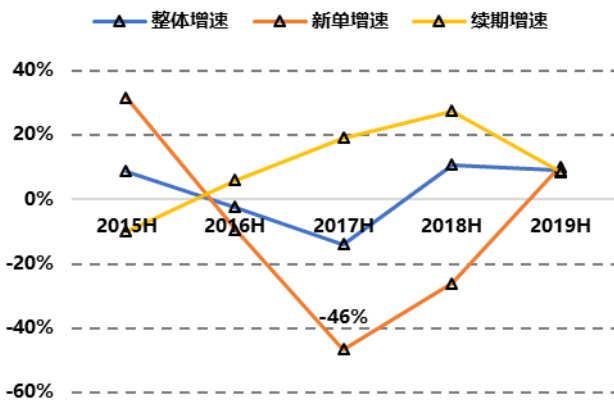
## （二）上市险企“开门红”策略不同，发展分化

上市险企人身险业务整体增速不及行业，份额有所下降。2019年上半年A股四家上市险企寿险子公司保费收入为8895亿元，同比增长6.8%，增速不及行业（行业增速为15.2%）。

新华和国寿在上半年发力明显（做了一定规模的“开门红”业务，均推出高预定利率年金险），维持了和去年同期相同水平的增速。太保寿和平安寿则集中力量进一步转型，整体增速因新单增长较缓较去年同期有所回落。另外，上市险企市场份额在2019年上半年较年初有所下降，四家寿险公司原保费收入市占率较年初下降了2.5个百分点至47.2%，主要原因为上市险企更加注重深化转型，淡化“开门红”，中小险企转型进度较缓慢，依然在“开门红”期间通过较高成本获取规模增长。

上市险企“开门红”策略不同，保费增长呈现分化。上半年4家公司续期保费增速与去年同期相比均有较大程度的回落，因去年同期各公司新单出现不同程度负增长。国寿和新华由“开门红”业务拉动整体增速得以平稳。截至2019年6月，中国人寿原保费收入为3780亿元，同比增长4.9%，较2018年中期微升0.2个百分点，其中新单增速为2%，续期增速为6.4%，新单增速较去年同期提升25.6个百分点，续期增速回落20.2个百分点，整体增速较为平稳。新华也呈现出同样的规律，截至2019年6月，新华保险原保费收入为740亿元，同比+9%，较去年同期微降1.8个百分点，其中新单增速为10.3%，续期增速为8.7%，新单增速较去年同期提升36.4个百分点，续期增速回落18.9个百分点，整体增速平稳。

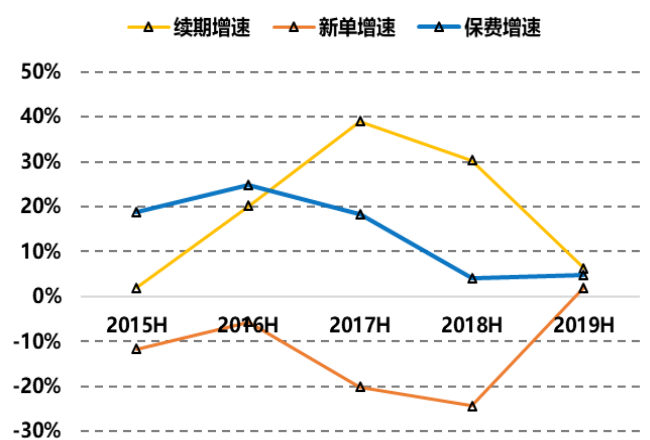
图表 6 续期增速回落较大，新华保险新单拉动整体保费增速维持稳定



资料来源：公司财报，华创证券

\*原保险保费收入口径

图表 7 续期增速因去年新单负增长较多回落，新单拉动国寿整体保费增速保持稳定



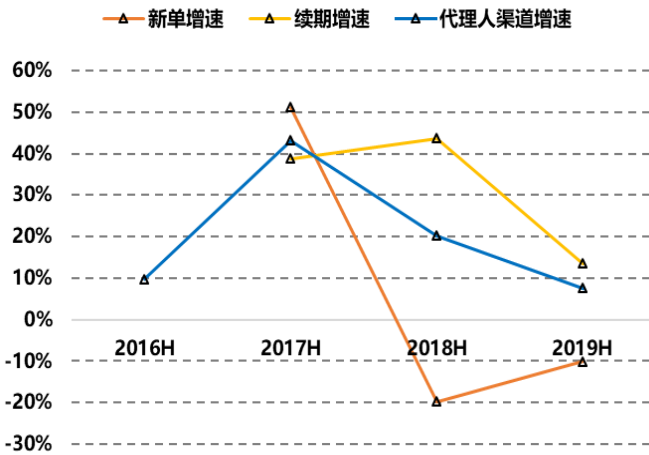
资料来源：公司财报，华创证券

\*原保险保费收入口径

\*新单、续期为代理人渠道

太保和平安坚定转型，新单增速仍为负，导致整体增速向下。截至2019年6月中国太保原保费收入为1382亿元，同比+5.6%，其中代理人新单增速为-10.1%，延续了去年同期负增长态势，收窄9.7个百分点；续期增速为13.5%，较去年同期回落30.3个百分点，拉动整体保费增速向下至个位数。中国平安规模保费为3700亿元，同比+5.1%，其中新单增速为-5.2%，延续去年同期负增长趋势，收窄3.6个百分点；续期增速为9.6%，较去年同期回落34.6个百分点，拉动整体保费增速向下至个位数。

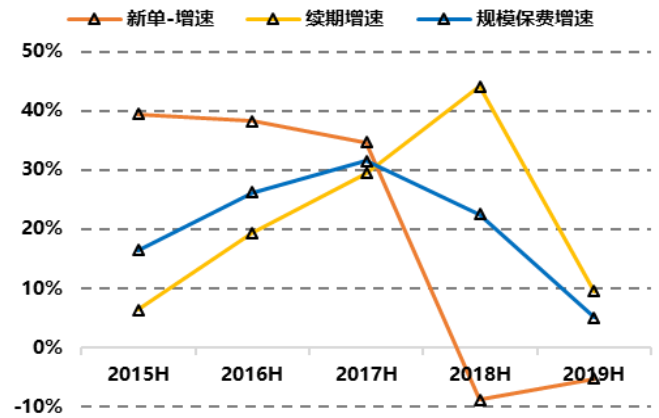
图表 8 太保整体增速向下，新单增速仍为负，续期回落较大



资料来源：公司财报、华创证券

\*原保险保费收入口径

图表 9 中国平安人身险业务续期增速回落较大，新单尚未恢复正增长，整体增速回落至低位



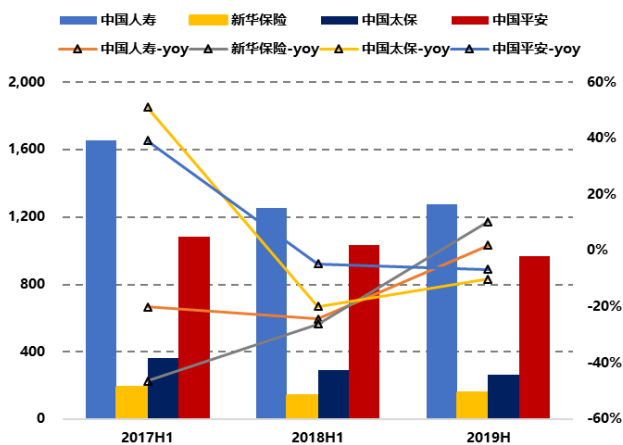
资料来源：公司财报、华创证券

\*规模保费口径

### (三) 价值率分析：策略选择不同，业务结构变化，新业务价值增长喜忧参半

上半年四家公司寿险业务新业务价值率分别为，平安：44.7%，同比提升 6.2 个百分点、新华：37.9%，同比下降 12.6 个百分点、太保：39%，同比下降 2.4 个百分点、国寿：27%（计算），同比提升 4.56 个百分点。平安和国寿价值率有所提升，新华和太保价值率出现不同程度的下降。价值率分化的根本原因在于短期内各家公司战略选择有所不同，量（新单规模）、价（价值率）之间的博弈最终导致新业务价值增长结果不同。其中，平安最为稳健，在调整业务结构、提高价值率的同时保证了规模的不快速下滑，新业务价值实现了小幅温和增长；太保策略相对温和，小幅牺牲了价值率缓解新单增长的压力，但效果并不是特别显著，新业务价值增速虽较去年同期向上，但仍然为负。国寿和新华上半年策略较为鲜明和激进：国寿量价齐升，规模和价值都有较明显的提升，带动新业务价值高增 20% 以上，这得益于其“开门红”明确确定的打法，也与其价值率基数较低提升较容易有关；从业务结构和价值增长结果来看，新华战略发生了较为激进的变化，价值率出现较大幅度下滑但规模有所提升，渠道和产品结构有所改变。另外，其价值率的下降也与新华去年同期价值率处于高位较难保持有关。

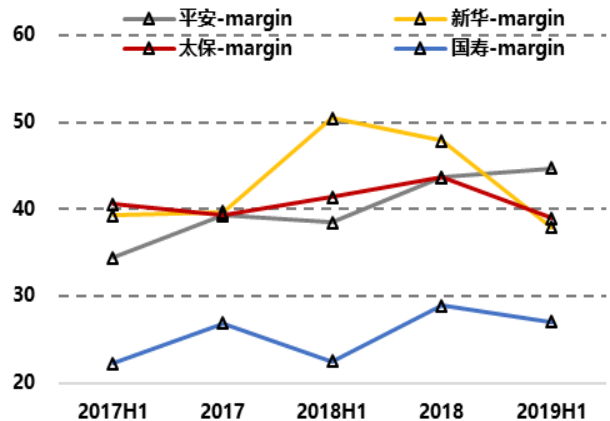
图表 10 相较于去年，新业务增长有所好转，但仍一定承压



资料来源：公司财报、华创证券

\*原保险保费收入口径，太保口径为个险渠道

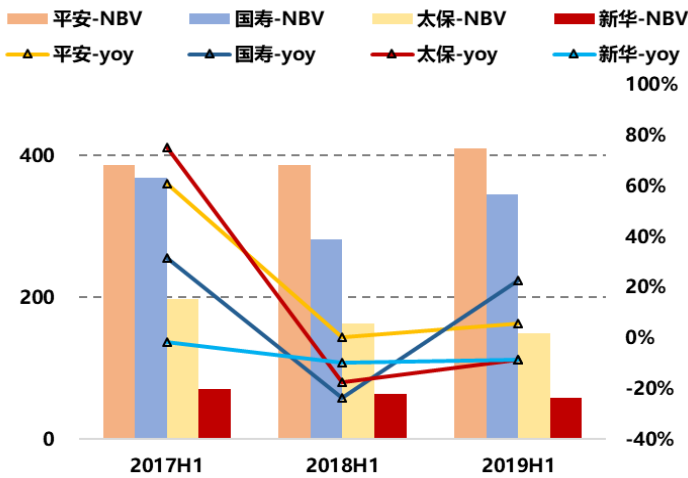
图表 11 平安和国寿价值率有所提升，新华和太保出现不同程度下降



资料来源：公司财报、华创证券



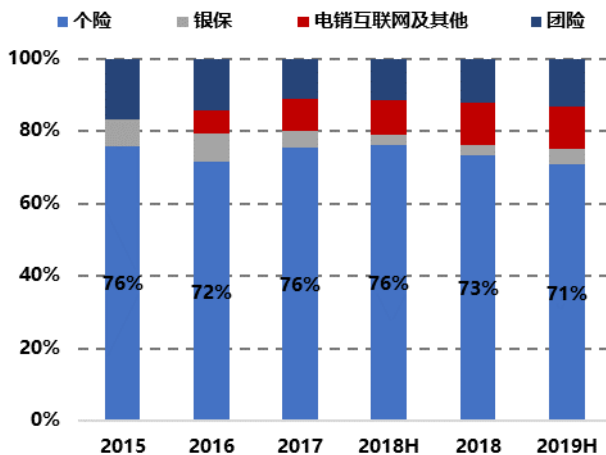
图表 12 新业务价值增长在不同的策略选择下出现分化



资料来源：公司财报、华创证券

**平安：险种结构进一步优化，各渠道、各险种价值率同比均提升，带动 NBV 小幅增长。**在外部环境较大变化情况下，平安积极调整业务结构及产品策略，上半年新单保费虽然延续了去年的负增长趋势，但其新业务价值实现了小幅增长，上半年平安实现新业务价值 411 亿元，同比+4.7%，增速较符合预期。主要原因为新业务价值率同比提升较大，2019 年中期新业务价值率同比增长 5.7 个百分点至 44.7%，其中个险代理人渠道新业务价值率为 58.9%，同比提升近 10 个百分点。新业务价值率提升明显的主要原因为险种结构的优化。上半年，平安个险新单中价值率较高产品—长期保障型和长交保障储蓄混合型—占比明显提升，同比分别提升 2.8 个百分点和 3.3 个百分点，而价值率较低的短交保障储蓄型产品新单占比下降 6.6 个百分点，增速也快速下降 25.7%。上半年长交保障储蓄混合型产品增速达 40.7%，拉动个险渠道新单增长。

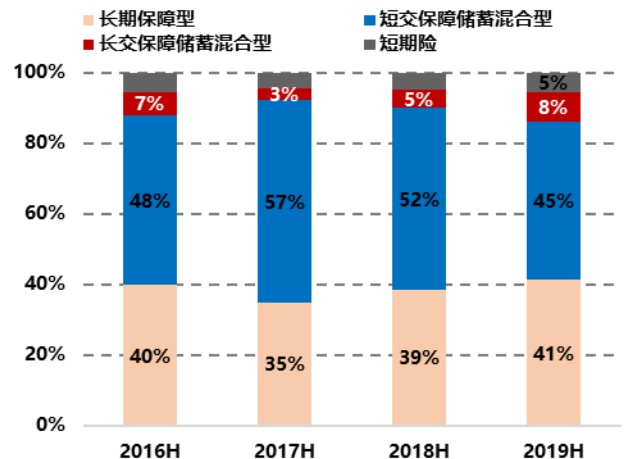
图表 13 平安新单渠道结构：个险渠道占比缓慢下降，渠道有多元化发展趋势



资料来源：公司财报、华创证券

\*规模保费新单口径

图表 14 平安新单险种结构：长期保障和储蓄型产品占比显著提升



资料来源：公司财报、华创证券

\*用来计算 NBV 的新单口径

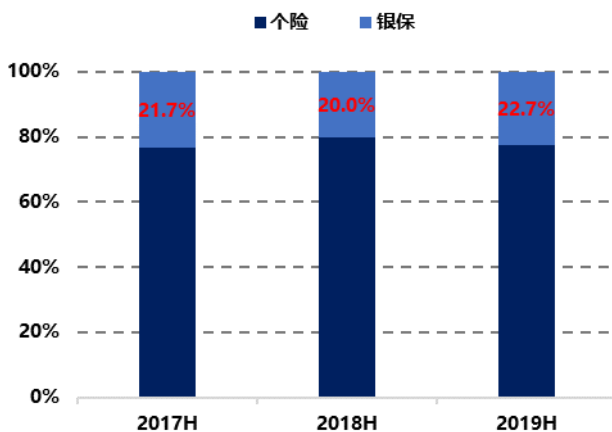
\*长期保障型指终身寿险、定期寿险、疾病险、长期意外险等保障类产品，短交储蓄型指主要交费期为 10 年以下的两全、年金等产品，长交储蓄型指主要交费期为 10 年及以上的两全、年金等产品。

**太保：受“开门红”影响，代理人渠道业务质量有所下降。**上半年太保代理人渠道新单 263 亿元，同比-10.1%。上半年新业务价值为 149 亿元，同比-8.4%，新业务价值率为 39%，同比下降 2.4 个百分点。个险新单与 NBV 增速未反应价值率下降，说明新单中有较大部分业务价值贡献较低。上半年首年年化保费为 382 亿元，同比-2.7%，NBV 增速较此扩大，反应出了价值率的下降。代理人渠道新单缴费期结构变化显示出业务质量的下降：新单中期缴保费占比下降 6pct 至 87%，趸交保费占比相应上升。从险种来看：传统险价值率下降 6.4pct 至 73%，分红险价值率大幅下降 16.2pct 至 24.5%。另外，新业务价值要求的资本成本比例提高（同比提高 2.5pct）也说明了上半年价值型业务占比下降。预期业务质量下降的主要原因为开门红期间做了较多提高规模而价值较低的业务，2 季度以来有所改善。

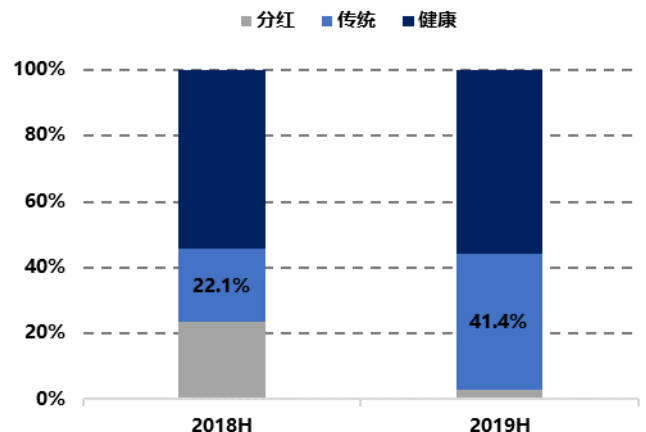
**新华：战略选择变化，银保渠道价值率下降，拖累 NBV 下降超预期，个险渠道长险价值率保持稳定。**上半年新华保险新单保费 156 亿元，同比+7%，增速较 Q1 的 28% 出现较大回落。NBV 为 59 亿元，同比-8.9%，低于预期，报告披露的新业务价值率同比下降 12.5pct 至 37.9%。从个险渠道来看，长险首年保费同比-2.4%，个险 NBV 同比-3.1%，价值率变化较小，NBV 小幅下降主要由于个险渠道中短期险保费（主要为附加险）占比上升（5pct）造成。从银保渠道来看，长险新单同比+14%，份额挤占个险渠 2.6pct 至 22.7%。银保渠道 NBV 大幅下降 64%，新业务价值率预期下降较大。从险种结构来看，发生一定变化：传统险（主要为年金、两全）长险新单大幅增长 89%，挤占分红险份额 19.4pct 至 41%，健康险占比提升 1.4pct 至 55.7%。相较于去年，今年新华在放开了一些提升规模产品的销售（如中短期缴、高预定利率的年金险），保持了规模的一定增长，但银保渠道价值率出现较大下降，个险渠道价值率保持稳定。

**图表 15 新华保险长险新单中，银保渠道占比有所提升，渠道倾向银保**

**图表 16 新华长险新单中，传统险占比大幅提升，产品策略转变明显**



资料来源：公司财报，华创证券



资料来源：公司财报，华创证券

**国寿：业务结构显著优化，新业务价值率大幅提升，带动新业务价值高速增长。**上半年国寿实现新单保费 1278 亿元，同比+2%，较 Q1 增速回落 6.9 个百分点。上半年新业务价值为 346 亿元，同比+22.7%，较 Q1 回落 5.6 个百分点。Q1 新业务价值大幅增长得益于新单的增长以及新业务价值率的大幅提升，上半年 NBV 增速较 Q1 的回落幅度小于新单增速回落幅度，预期国寿在第 2 季度新业务价值率较 Q1 仍有提升。各渠道新业务率均有较大幅度提升，其中个险渠道新业务价值率为 36.6%，同比提升 4.3 个百分点，银保渠道新业务价值率为 21.5%，同比提升 7.9 个百分点。新业务价值率大幅提升得益于上半年国寿业务结构的较大优化：1) 长期险新单中 99% 为趸交业务，趸交业务压缩近无，10 年期以上险种新单期缴保费同比增长 68%；2) 代理人渠道地位进一步加强，长险新单中代理人渠道占比 77%，同比提升 9.8 个百分点，银保渠道相应下降；3) 长期健康险等高价值业务持续高增长，占比继续提升，上半年健康险新单同比增长 36%，新单中健康险占比为 32.4%，同比提升 8.1 个百分点。

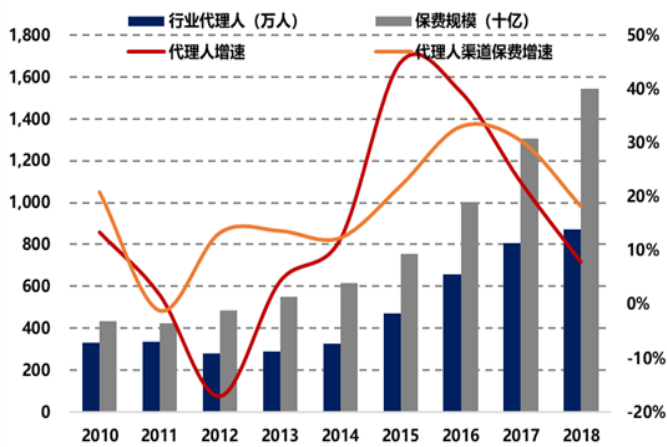
#### （四）人力增长同样出现分化：国寿、新华逆势增长，平安太保暂时乏力，未来战略坚持尤显重要

2012年-2015年是我国保险代理人快速增长的一个阶段，3年复合增速19.2%，增速在2015年达到45%的顶峰后开始回落。此后两年增速也处于相对高位，分别为40%、23%，2018年由于行业环境变化调整回落至8%。代理人规模出现瓶颈原因有多方面原因，首当其冲的是行业环境发生改变，件均保费高、较为依赖人海战术的类银行理财保险产品被监管限制，规模压缩。另外，行业代理人规模基数已到一个较高的水平，再持续以往高增速较困难，保险公司自身也意识到这方面问题，主动转型依靠提高才能而逐步淡化扩张人力。再有，随着社会职能分工发展，一些新兴工种的出现如外卖配送员等，对寿险代理人有替代作用。

上半年4家上市险企人力增长出现较分化，未来战略坚持尤显重要。截至6月底，平安个险渠道代理人规模为128万人，较年初下降9.3%；太保月均人力为79.4万人，较年初下降11.2%；国寿和新华报告期末代理人规模则较年初分别增长9.3%和4.3%至157.3万人和38.6万人。平安和太保出现了多年以来首次“开门红”人力负增长，国寿和新华的增长则是因为贯彻过往“开门红”策略着重增员以及预期有较多的资源投入，另外国寿和新华在近两年人员增速也一直处于较平安和太保低的位置。

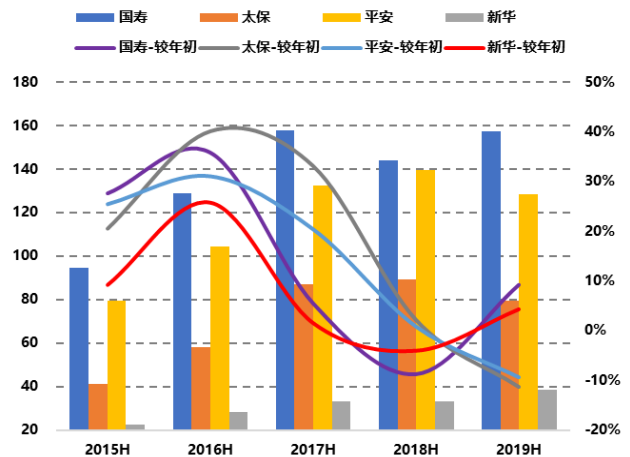
在行业代理人增长放缓出现瓶颈的当前，各家公司也在主动转型，逐渐强调提高人均产能，向优秀公司看齐。但提高产能并非易事，是逐渐积累到发生质变的过程，未来如何坚持正确的人力队伍发展战略，用科学方法提高队伍人均产能等尤显重要，留存率、活动率、代理人门槛变化及本科率等指标值得跟踪。

图表 17 寿险行业代理人经历高速增长后，近3年来逐步回落，2018年显现增长瓶颈



资料来源：公司财报、华创证券

图表 18 国寿、新华人力逆势增长，平安、太保暂时乏力



资料来源：公司财报、华创证券

\*太保口径为月均人力，其他为报告期末存量

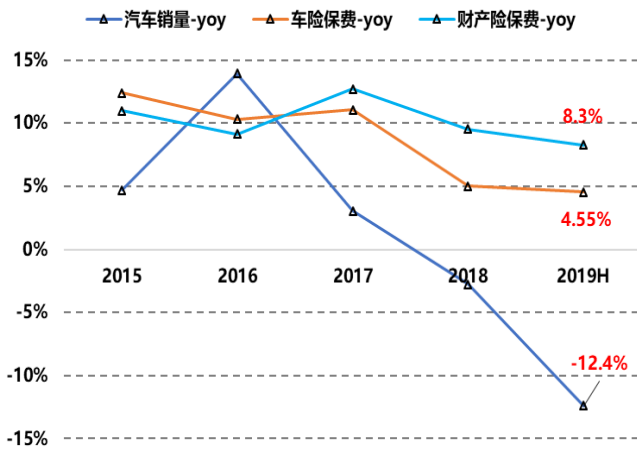
### 三、财产险业务：车险行业增速保持低位，非车险占比提升

#### （一）行业增速小幅回落，头部集中现象明显

汽车销量进一步下滑，车险增速保持低位。2019年上半年年财产险行业公司保费收入为6706亿元，同比增长8.3%，增速较年初小幅回落。主要受经济下行压力加大，汽车行业继续探底影响，上半年汽车销量同比-12.4%，行业车险增速仍处低位为4.55%。

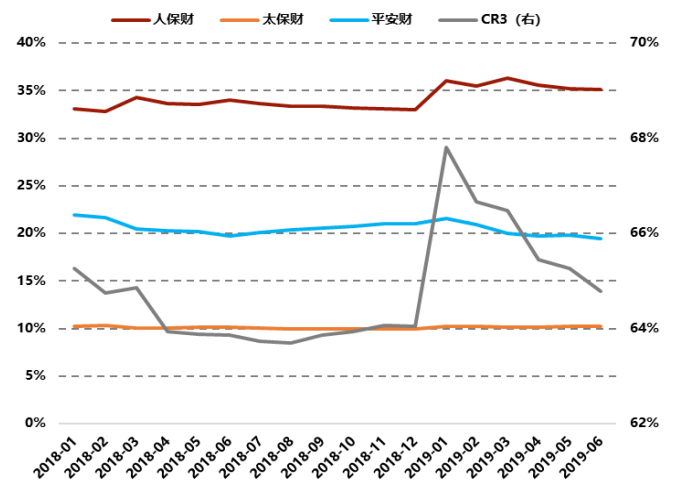
财产险行业份额头部集中现象明显。截至2019年6月头部3家财产险公司份额分别为：35.1%（人保财）、10.2%（太保财）、19.5%（平安财），人保财和太保财份额分别较年初上升2.1和0.2个百分点，平安财份额下降1.6个百分点。份额变化主要原因为人保财险大病保险份额的贡献以及平安财险信用保证保险业务的收缩。

图表 19 2019 年汽车销量继续向下，产险和车险小幅回落



资料来源：银保监会、汽车工业协会、华创证券

图表 20 上半年财产险市场份额进一步向头部集中

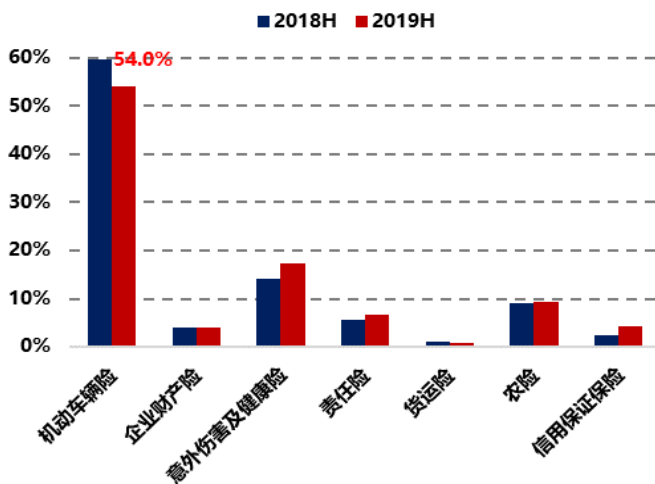


资料来源：银保监会、华创证券

(二) 上市险企非车险占比继续提升，人保因政策性保险跑赢行业，平安因保证险业务跑输行业

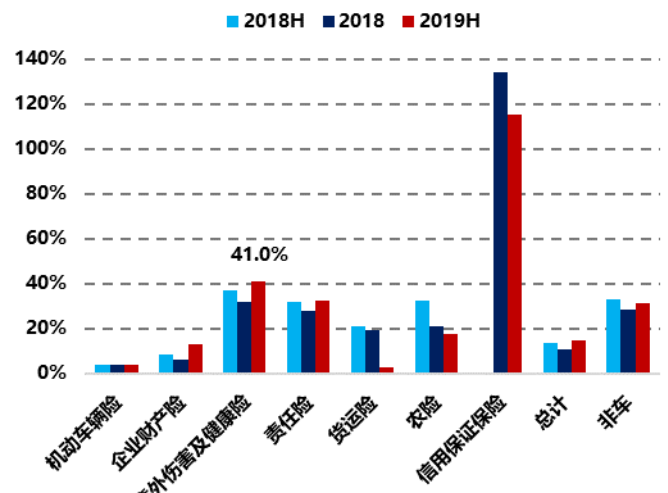
**人保财险：政策性保险拉动保费收入高增，跑赢行业。**上半年人保产险业务实现保费收入 2353 亿元，同比+14.9%，高于行业（11.3%）及可比同业公司（平安财 9.7%，太保财 12.3%），份额上升 2.1 个百分点。主要原因为上半年人保社保业务（大病保险等）增长强劲。意外伤害及健康险业务保费收入 409 亿元，增速为 41%，其中**社保业务保费收入 323 亿元，同比+41.9%，覆盖 31 个省，281 个地市，承保 5.04 亿人；个人普通意外伤害保险保费收入 37.4 亿元，同比+48.5 亿元。**另外，在人保财险各主要险种中，信用保证保险增速突出，高达 115.3%，主要原因为信用保证保险尚处于发展初期，基数较小。其他险种如责任险、企财险增速都维持此前高位或向上提升，车险增速与行业趋势一致，处于低增长区间，上半年增速为 4.1%，略低于行业 4.55% 的增速。

图表 21 人保财险业务占比：非车险占比进一步提升，意外伤害及健康险贡献大



资料来源：公司财报、华创证券

图表 22 人保财险业务增速：车险仍处低增长区间；非车维持高增长

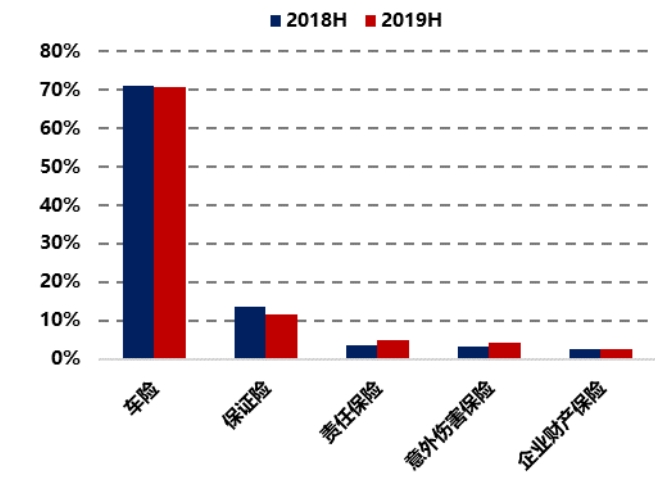


资料来源：公司财报、华创证券

**平安财险：保证保险业务收缩，拖累整体增速跑输行业。**上半年平安产险业务实现保费收入 1305 亿元，同比+9.7%，增速低于行业（11.3%）及可比同业公司（人保财 14.9%，太保财 12.3%）。行业市占率在首月提升 0.5 个百分点后逐月向下，截至 6 月末，平安产险市占率较去年末下降 1.6 个百分点。主要原因为上半年平安财险第 2 大险种保证保险业务大幅收缩，出现负增长 5.6%，非车险增速由此影响回落较大至+11.6%（去年同期为+47.4%）。

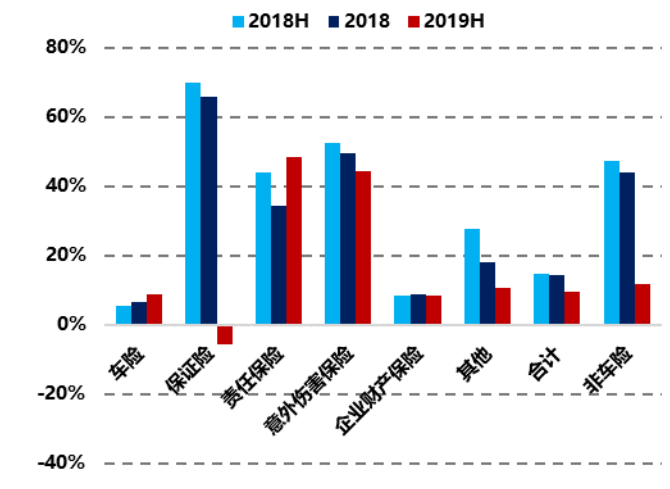
**车险增速逆势上行，占比仍维持 70%以上。**上半年平安车险业务增速逆势上行，高于行业及主要同业为+9%。由于车险增速逆势上行，非车险增速回落较大，车险占比仍维持了 70%以上的水平，同比下降 0.5 个百分点，而可比同业上半年车险占比有较明显的下降（人保财非车占比下降 5.7 个百分点，太保财非车占比下降 4.7 个百分点）。

**图表 23 平安财产险业务占比：车险份额逐年下降，保证保险业务份额进一步提升**



资料来源：公司财报，华创证券

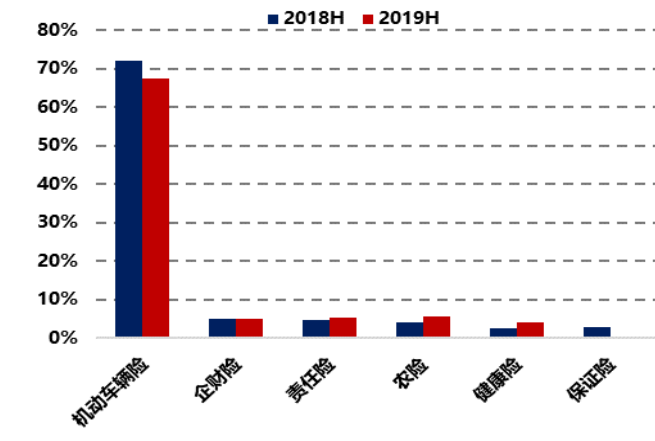
**图表 24 平安财产险业务增速：保证险增速由于基数大出现回落，非车增速依然高企**



资料来源：公司财报，华创证券

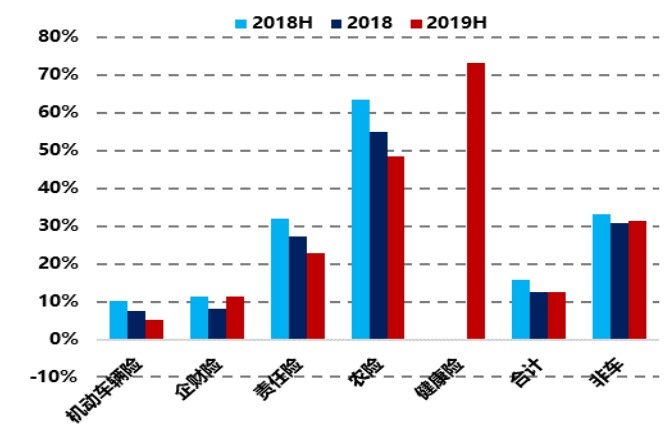
**太保财险：车险增速回落，非车维持高位，健康险发力。**上半年太保产险业务实现保费收入 682 亿元，同比+12.5%，增速与行业（11.3%）较一致，低于人保财险（14.9%）高于平安财险（9.7%）。车险增速为 5.2%，与行业趋势一致持续回落。责任险、农险、健康险都处于高速发展区间，贡献车险增速维持高位。其中，健康险成为主要险种之一，上半年增速高达 73.3%，占比提升 1.4 个百分点至 4%。

**图表 25 太保财产险业务占比：非车险占比提升**



资料来源：公司财报，华创证券

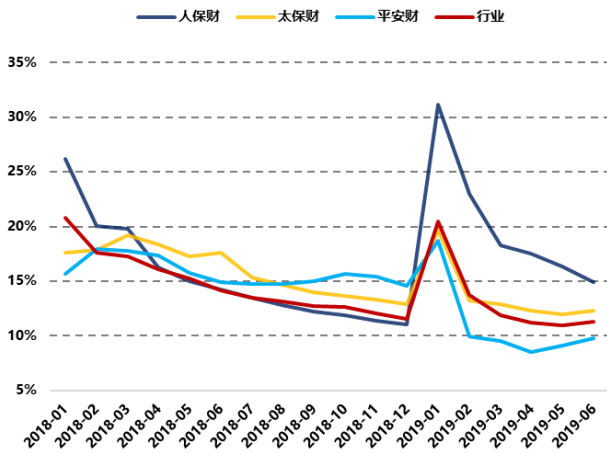
**图表 26 太保财产险业务增速：车险增速回落，非车维持高位**



资料来源：银保监会，华创证券

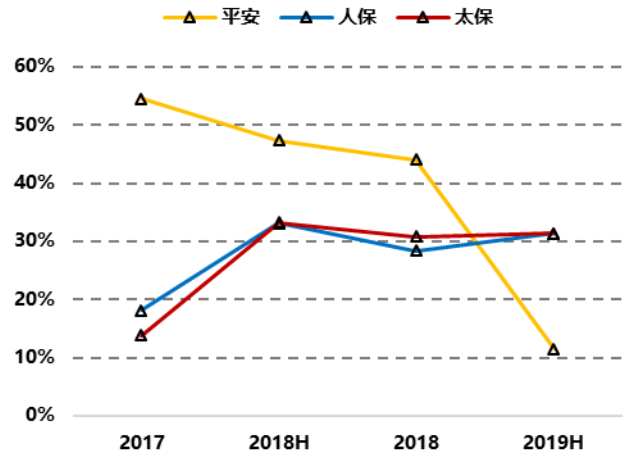
综合来看，上市险企财产险业务发展各有特点。车险业务方面：人保增速维持此前水平 4% 左右，低于行业及可比同业（平安、太保）；平安增速逆势向上，高于行业及可比同业；太保处于中间水平，与行业增长趋势一致。非车险方面：人保和太保都延续此前的高增速，维持在增速 30% 左右的高速区间，非车险占比进一步提升。社保业务拉动人保非车及整体业务增速向上，太保健康险业务发力，成为主要险种之一，占比提升。平安因保证险业务收缩，非车险增速回落较大，在整体业务中占比与人保、太保相比提升幅度较小。

图表 27 平安因保证险业务收缩，财产险业务增速跑输行业



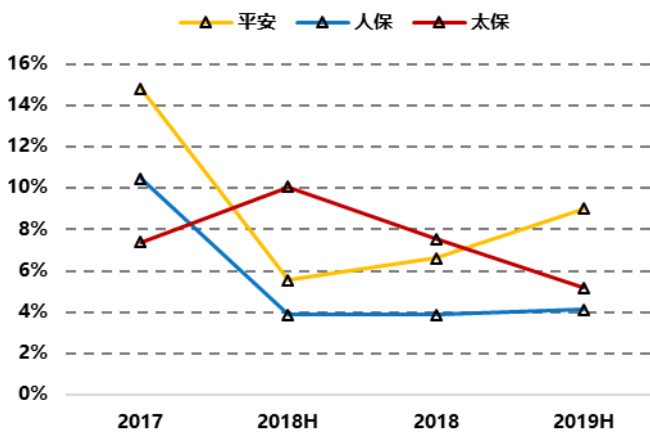
资料来源：银保监会、华创证券

图表 28 人保、太保非车险增速维持高位，平安保证险业务拖累非车增速回落



资料来源：公司财报、华创证券

图表 29 平安车险增速向上，高于人保和太保



资料来源：公司财报、华创证券

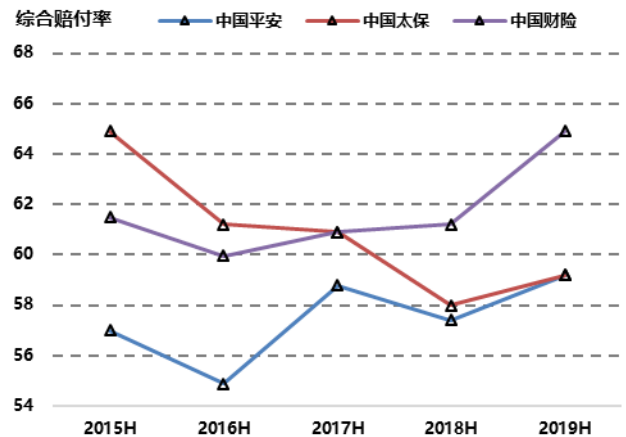
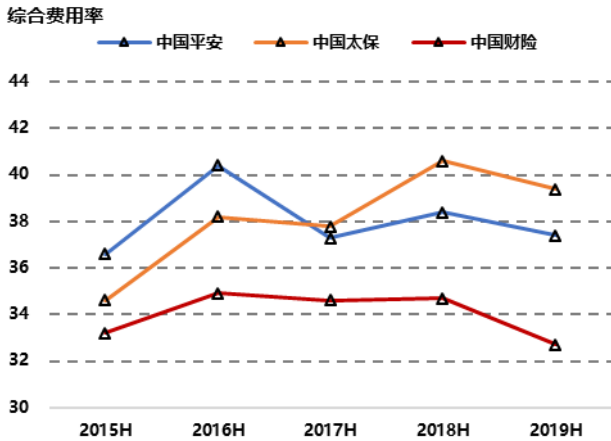
### （三）成本率分析：费用率下降，赔付率上升，承保端成本率有待稳定尚有下降空间

严监管下，车险费用竞争一定程度得以遏制，整体手续费率下降，但赔付率上升。2019 年上半年，随着车险市场“报行合一”的实施，费用竞争进一步被遏制，带动手续费率下降。上半年上市险企财产险业务综合费用率同比均有不同程度的下降，分别为，平安财：37.4%，同比下降 1 个百分点、人保财：32.7%，同比下降 2 个百分点、太保财：39.4%，同比下降 1.2 个百分点。费用率下降后，已赚保费中可递延费用随之减少，加之上半年“猪瘟”、台风等自然灾害的影响，赔付率普遍出现上升，四家公司财产险业务赔付率分别为，平安财：59.2%，同比上升 1.8 个百分点、

人保财：64.9%，同比上升 3.7 个百分点、太保财：59.2%，同比上升 1.2 个百分点。综合赔付率和费用率的影响，四家公司综合成本率分别为，平安财：96.6%，同比上升 0.8 个百分点、太保财：98.6%，同比持平、人保财：97.65%，同比上升 1.7 个百分点。综合成本率普遍提升，费用率的下降幅度低于赔付率的上升幅度。

**图表 30 上市险企财产险业务综合费用率同比均有下降**

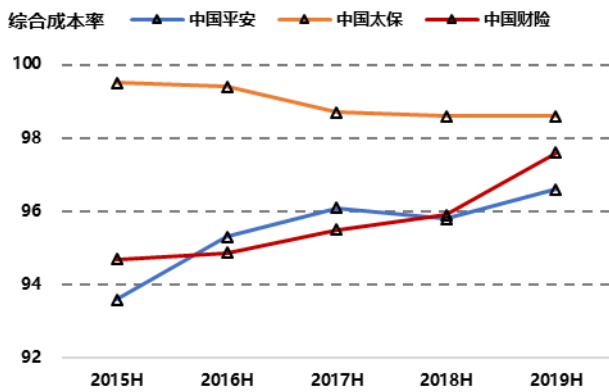
**图表 31 上市险企财产险业务综合赔付率同比均有上升**



资料来源：公司财报、华创证券

资料来源：公司财报、华创证券

**图表 32 综合成本率普遍上升，赔付率提升幅度大于费用率下降幅度**



资料来源：公司财报、华创证券

手续费率下降缓解所得税压力，扣非净利润增速拐点向上，但承保端利润尚不稳定。随着费用率的下降以及财税新政提升手续费及佣金抵扣比例，上半年各家公司所得税费用压力得到较大缓解。财产险业务手续费及佣金占保费收入比例均未超过 18%。上半年人保财产险业务佣金手续费率（以原保险保费收入为基数计算）为 11.7%，同比下降 6.6 个百分点，实际所得税率为（剔除 2018 年所得税一次性返还影响）17%，同比下降 11.4 个百分点；平安财险佣金手续费为 14.6%，同比下降 7.1 个百分点，实际所得税率为 21%，同比下降 20 个百分点；太保财险金手续费率为 13.1%，同比下降 8.4 个百分点。受益于所得税费用的大幅下降以及投资收益增长的贡献，上市险企扣非净利润今年实现正增长，相较于去年各家产险业务净利润负增长的情况得以好转。但由于各家公司综合成本率有所上升，承保利润处于负增长中。目前车险市场仍处于秩序调整过程中，费用率和赔付率都面临一定的不稳定性，所以承保端成本率也尚未稳定。待车险市场秩序进一步稳定后，各家公司承保端利润增长料将逐步稳定，预期成本率也会有一定下降空间。

#### 四、一次性税收返还和投资收益大增贡献利润，对冲新业务价值拉低内含价值增速的影响

##### (一) 上市险企净利润高增，部分受益于财税新政对佣金手续费抵扣额度的提升

今年5月财政部门发布手续费及佣金支出税前扣除新政策，大幅提升手续费及佣金抵扣应纳税所得额比例至18%。另外，新规规定2018年汇算清缴所得税按18%的抵扣比例实行，退回的已缴所得税体现于中报，大幅增厚了各家公司利润。退还的所得税对利润影响金额分别为104亿元（平安）、18.5亿元（新华）、48.8亿元（太保）、51.5（国寿）、47.1（人保）。

图表 33 2018 年汇算清缴返还一次性所得税金额

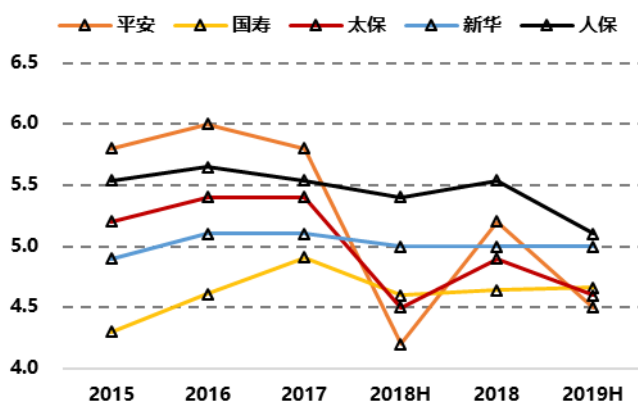
2019H	中国平安	新华保险	中国太保	中国人寿	中国人保
归母净利润增速	68.1%	81.8%	96.1%	128.9%	58.9%
扣非归母净利润增速	50.6%	49.1%	38.1%	96.4%	25.1%
一次性税收返还金额(亿元)	104.5	18.5	48.8	51.5	47.1

资料来源：公司财报，华创证券

##### (二) 一季度权益市场大幅上行，股票基金仓位上升，投资业绩表现亮眼

总投资收益率整体上行。上半年受益于一季度权益市场大幅上行，公开市场权益类资产投资收益大增：股票、基金分红大幅增加，公允价值变动、买卖价差贡献收益。整体来看，上市公司总投资和综合投资收益率同比向上，多数公司加大了对股票基金等权益资产的配置，新华和人保例外。上半年公开债券市场表现较为平淡，长端利率出现阶段性高点机会。各公司净投资收益率浮动较小，其中平安净投资收益率提升较为明显，推测与其一直加大对高分红、高股息率的权益资产配置有关，这些资产逐渐开始贡献较稳定的净投资收益。

图表 34 上市险企净投资收益率整体上行\*

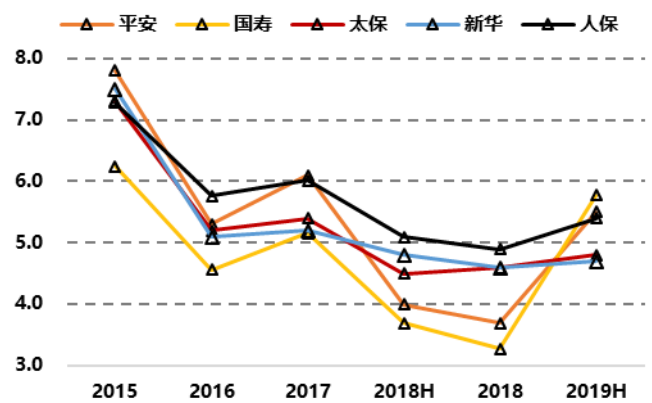


资料来源：wind、公司财报，华创证券

\*中期投资收益率为年化收益率

● **平安：举牌和增加长期股权投资方面有所动作。**上半年，平安年化总投资收益率为5.5%，同比上升1.5个百分点；净投资收益率为4.5%，同比上升0.5个百分点，均优于1季度投资收益率表现。投资收益率提升主要受益于：1) 股票市场上行带来的股息、分红收入增加以及公允价值变动贡献收益；2) 此前年度加大固收类资产配置带来的利息收入增加及长期股权投资贡献的联营及合营企业利润增加。上半年保险资金总投资收益为1025亿元，同比+94.5%。随着股票市场行情好转，上半年股票基金配置加重，占比提升1.1个百分点至11%。然后随着利率持续下行，再投资将面临一定压力，净投资收益率中枢近年来向下。另外平安在举牌上市公司和增加长

图表 35 上市险企总投资收益率整体上行\*



资料来源：wind、公司财报，华创证券

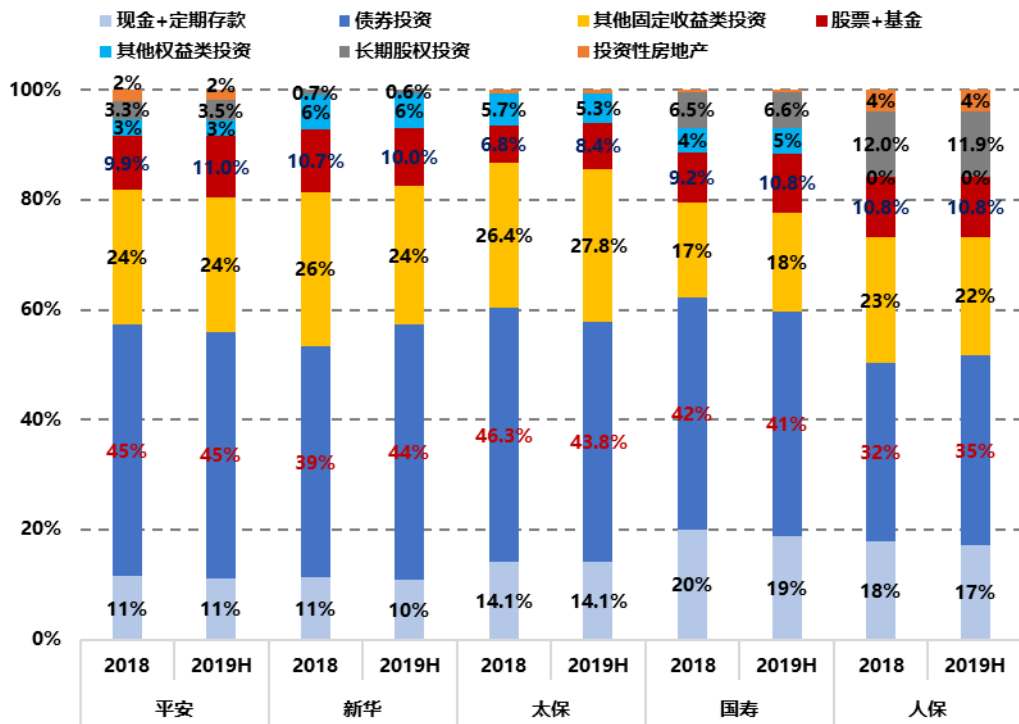
\*中期投资收益率为年化收益率



期股权投资配置方面有所动作，上半年长期股权投资占比较年初提升 0.2 个百分点，下半年对华夏幸福和中国金茂等上市地产公司加大投资。

- **太保：权益投资较为保守，整体投资收益率不及同业。**上半年太保年化净/总/综合投资收益率为 4.6%/4.8%/5.9%，同比上升 0.3pct/0.1pct/1.1pct。太保在上半年权益市场较好的背景下，持续加大股票和基金的配置，股基占比从去年末的 6.8% 提升至 1 季度末的 7.8%，再提升至中期末的 8.4%。整体权益资产较年初提升 1.2 个百分点至 13.7%，固收类资产下降 1.1 个百分点至 71.6%。总投资收益率较 Q1 有所提升，但由于股票基金整体仓位相对于同业较低，权益投资表现不及同业。
- **新华：逆势减仓权益资产，加大长久期债券配置。**上半年新华保险净投资收益率为 5%，同比持平，总投资收益率为 4.7%，同比微降 0.1pct，在权益市场上涨的行情下较为不及预期。主要原因预期为基金股票的买卖价差出现亏损，2 季度行情较弱，公允价值变动贡献损失（上半年总体贡献盈利），总投资收益增长较小为 2%。截至报告期末，新华保险总投资资产中股票和基金占比较上年末下降 0.7pct 至 10%，整体权益资产配置下降 0.8pct 至 16.4%，债券配置大幅加大，占比提升 4pct 至 44%。
- **国寿：2 季度投资超预期，整体收益率超同业。**上半年国寿年化净投资收益率为 4.66%，同比持平；总投资收益率 5.78%，同比上升 2pct；综合投资收益率为 8.24%，同比上升 4.63pct。在 Q1 权益市场大幅上行的背景下，加大了对权益资产的配置，权益投资占比较年初上升 1.9 个百分点至 22%，其中股票基金占比提升了 1.6 个百分点至 10.8%。净投资收益增长 11.1%，主要得益于股票及基金的分红增长，总投资收益大幅增长 68%，主要得益于公允价值变动和买卖价差贡献收益。在 Q2 市场较弱的情况下，国寿实现了比 Q1 更多的投资净收益，预期为买卖价差贡献，较超预期。
- **人保：产险资金相对短期，投资配置灵活，收益率高于寿险资金。**上半年中国人保总/净投资收益率为 5.4%/5.1%，同比提高和下降 0.3/0.3pct。实现总投资收益 240 亿元，同比上升 11.3%。净投资收益率下降预期受其持有的长期股权投资华夏银行和兴业银行利润增速下滑影响。中国人保投资资金主要来源于财产险资金，期限相对于寿险短期，配置更加灵活。权益类占比高于寿险资金为主的公司，债券占比相应较低。非标准资产、长期股权投资和投资性房地产占比较高，所以从中长期来看，投资回报率高于同业。

图表 36 上市险企投资资产配置明细

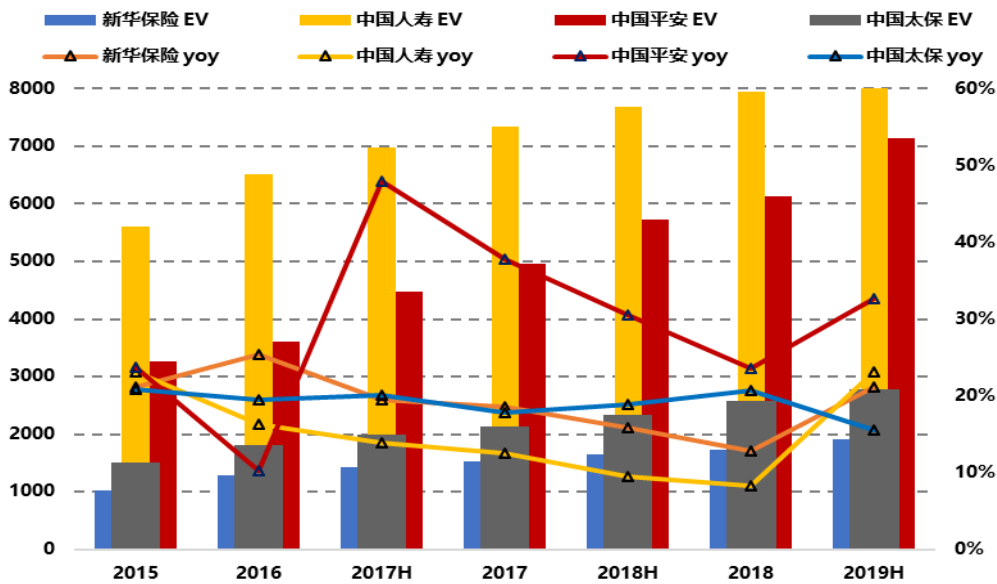


资料来源：公司财报、华创证券

### （三）新业务价值增长延续承压，投资业绩和一次性税收返还对冲影响，内含价值尚可维持前期较高增速

新业务价值持续承压拉低 EV 增长，但投资业务和一次性税收返还在短期内可对冲保持 EV 一定增速。影响保险公司内含价值增长的因素众多，相比于去年新业务价值和投资回报双双承压的情况，2019 年上半年影响上 EV 增长的主要矛盾为新业务价值增长持续承压、投资业绩受益于股市高增以及一次性税收返还贡献增量利润。投资业绩高增和税后一次性返还对冲了新业务价值增速放缓的影响，四家上市险企 EV 尚可维持前期较高增速，除太保外，年化 EV 增速较去年有较大幅度提升，太保增速有所回落。各家公司中期寿险业务内含价值分别为 7132 亿元（平安）、8868 亿元（国寿）、2785 亿元（太保）、1914 亿元（新华），较年初分别增长 16.3%（平安）、11.5%（国寿）、7.8%（太保）、10.5%（新华）。

图表 37 除中国太保外，寿险业务内含价值均有提升（寿险业务、亿元）

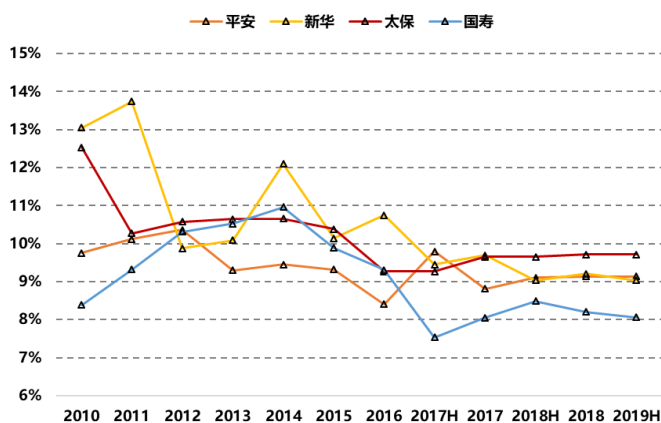


资料来源：公司财报、华创证券

\*中期增速为年化增速

剔除短期投资波动以及波动较大的干扰因素对价值的贡献，从 ROEV 的角度来看，平安价值创造能力同业领先。ROEV 剔除了投资回报偏差、分红等短期和随机波动较大因素对 EV 增长的影响，能较真实的反应公司稳定创造价值的能力：反应过往业绩释放的价值（过往业务质量，预期回报）、创造新业务价值的的能力（新业务价值贡献）、对保险风险的经营和成本控制能力（运营经验偏差+营运假设及模型变动）。从过去较长一段时间来看，平安 ROEV 远高于同业，源于其新业务价值创造和经营保险风险及成本管控能力高于同业。近年来，各公司 ROEV 出现较大程度回落，主要原因为新业务价值增速的放缓，但上文已提及，投资端和其他非日常事项的贡献暂时可对冲该影响维持 EV 此前的增速。

图表 38 预期回报对 EV 增长贡献率



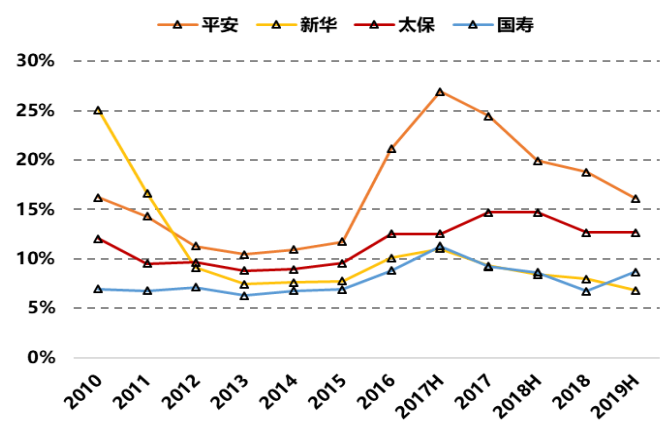
资料来源：wind、公司财报、华创证券

\*中期增速做了年化处理

\*\*预期回报对 EV 增长贡献率=报告期内预期回报/期初 EV

\*\*\*太保未披露中期数据，以前一报告期末数据代替

图表 39 新业务价值对 EV 增长贡献率：平安创造新业务价值的的能力高于同业，其次为太保



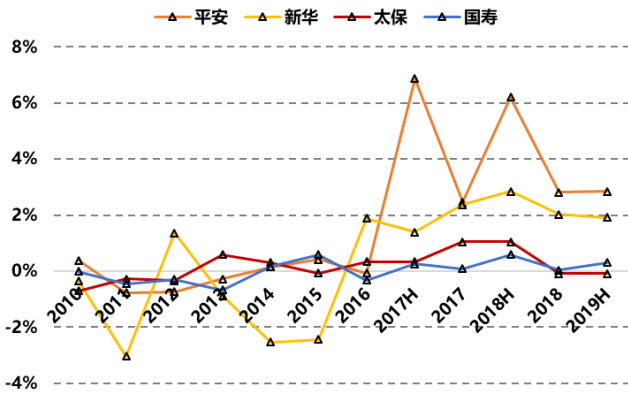
资料来源：wind、公司财报、华创证券

\*中期增速做了年化处理

\*\*新业务价值对 EV 增长贡献率=报告期内新业务价值/期初 EV

\*\*\*太保未披露中期数据，以前一报告期末数据代替

图表 40 运营经验偏差对 EV 增长贡献率：2016 年以后各家公司运营偏差开始贡献价值



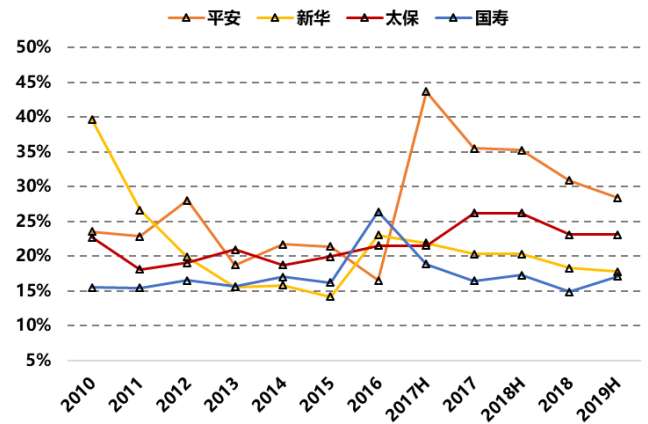
资料来源：wind、公司财报、华创证券

\* 中期增速做了年化处理

\*\* 运营经验偏差对 EV 增长贡献率=报告期内运营经验偏差/期初 EV

\*\*\* 太保未披露中期数据，以前一报告期末数据代替

图表 41 历史 ROEV 走势：2016 年“偿二代”实施后，价值创造能力格局清晰，平安 > 太保 > 新华 > 国寿



资料来源：wind、公司财报、华创证券

\* 中期增速做了年化处理

\*\* 太保未披露中期数据，以前一报告期末数据代替

- **平安：寿险业务 EV 增速同业居前。**上半年平安寿险业务内含价值 7131.9 亿元，较年初增长 16.3%。影响内含价值增长较大的因素为上文提及的投资收益和税收因素（不属于日常营运收支的一次性项目）。剔除非日常营运因素和投资波动短期影响，寿险业务内含价值营运利润回报率为 14.2%，增速较平稳，年化增速 28.4%，较去年 31% 的增速有所放缓，主要为新业务价值增长放缓。

图表 42 中国平安内含价值增长明细：投资回报和税收一次性返还贡献主要内含价值营运利润

	2015	2016	2017H	2017	2018H	2018	2019H
<b>寿险及健康险业务</b>							
1 年初内含价值预计回报	9.3%	8.4%	4.9%	8.8%	4.6%	9.1%	4.6%
2 新业务价值创造	11.8%	21.1%	13.5%	24.5%	10.0%	18.8%	8.1%
3 营运假设及模型变动	-0.1%	-12.9%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.2%
4 营运经验差异及其他	0.4%	-0.1%	3.4%	2.5%	3.1%	2.8%	1.4%
<b>5 = (1+2+3+4) ROEV (内含价值营运利润回报率)</b>	<b>21.4%</b>	<b>16.5%</b>	<b>21.8%</b>	<b>35.5%</b>	<b>17.6%</b>	<b>30.8%</b>	<b>14.2%</b>
6 市价调整影响	0.3%	-0.3%	-0.6%	-1.5%	0.7%	1.4%	-0.1%
7 投资回报差异贡献	4.4%	-0.2%	4.4%	8.4%	-0.2%	-2.5%	2.6%
8 不属于日常营运收支的一次性项目							1.4%
9 股息支付率	-2.6%	-5.3%	-1.7%	-4.8%	-2.8%	-6.3%	-1.7%
10 股东注资影响	0.2%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>11 = (5+6+7+8+9+10) 寿险及健康险内含价值回报率 (增速)</b>	<b>23.7%</b>	<b>10.7%</b>	<b>23.9%</b>	<b>37.8%</b>	<b>15.3%</b>	<b>23.5%</b>	<b>16.3%</b>
<b>其他业务</b>							
12 其他业务营运回报率	17.0%	16.6%	7.2%	15.4%	7.4%	12.9%	6.6%
13 其他业务非营运回报率	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	0.0%	2.2%	0.5%
14 市价调整影响	-4.7%	2.9%	-0.3%	0.2%	3.0%	4.0%	0.2%
14 股息支付+员工持股+股票回购	-5.0%	-4.4%	-3.6%	-6.9%	-6.7%	-10.1%	-6.8%
15 子公司分红	4.5%	7.6%	2.2%	6.3%	4.2%	9.6%	2.3%
16 资本注入注出	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>17 = (11+12+13+14+15+16) 其他业务回报率 (其他业务净资产增速)</b>	<b>16.2%</b>	<b>22.7%</b>	<b>5.5%</b>	<b>18.5%</b>	<b>8.0%</b>	<b>18.4%</b>	<b>2.8%</b>
<b>18 集团内含价值回报率 (增速)</b>	<b>20.5%</b>	<b>15.6%</b>	<b>15.9%</b>	<b>29.4%</b>	<b>12.4%</b>	<b>21.5%</b>	<b>11.0%</b>

资料来源：公司财报、华创证券

- **新华：主要得益于投资回报正偏差贡献 1.6% 的增速和税收返还贡献 1.3% 的增速，新华保险 EV 增速较去年底**

提升较大。

图表 43 新华保险内含价值增长明细：投资回报和一次性税收返还贡献提升

新华保险内含价值回报明细	2015	2016	2017H	2017	2018H	2018	2019H
新业务价值	7.8%	10.1%	5.5%	9.3%	4.2%	8.0%	3.4%
期望收益	10.1%	10.7%	4.7%	9.7%	4.5%	9.2%	4.5%
运营经验偏差	-2.4%	1.9%	0.7%	2.4%	1.4%	2.0%	1.0%
运营假设变动	-1.3%	0.3%	0.0%	-1.1%	0.0%	-0.9%	0.0%
ROEV	14.2%	23.0%	11.0%	20.3%	10.1%	18.3%	8.9%
经济经验偏差	9.2%	-4.3%	-0.4%	0.2%	-1.4%	-3.8%	1.6%
经济假设变动	-0.7%	-6.1%	0.0%	-0.7%	0.0%	-0.7%	0.0%
注资及股东红利分配	-0.8%	-0.8%	-1.2%	-1.2%	-1.1%	-1.1%	-1.4%
其他（期初内含价值调整）	-0.8%	13.1%	0.3%	-0.3%	0.2%	0.1%	1.3%
寿险业务以外的其他股东价值变化	0.1%	0.5%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
内含价值回报率（增速）	21.1%	25.3%	9.8%	18.6%	7.9%	12.8%	10.5%

资料来源：公司财报、华创证券

- **国寿：投资端和负债均贡献高增长。**与其他公司受新业务价值增长放缓拖累 EV 增长不同，国寿上半年新业务价值逆势向上贡献 EV 4.3%的增速，投资端同样表现亮眼，投资回报偏差远高于同业贡献 3.3%的增速。

图表 44 中国人寿内含价值增长明细：新业务价值、投资回报贡献内含价值主要增长

内含价值增长明细	2015	2016	2017H	2017	2018H	2018	2019H
内含价值的预期回报	9.9%	9.3%	3.8%	8.0%	4.2%	8.2%	4.0%
本期内的新业务价值	6.9%	8.8%	5.7%	9.2%	4.3%	6.7%	4.3%
运营经验的差异	0.6%	-0.3%	0.1%	0.1%	0.3%	0.0%	0.2%
评估方法和模型的变化	-1.2%	8.6%	-0.1%	-0.9%	-0.2%	-0.2%	0.0%
ROEV	16.2%	26.4%	9.4%	16.4%	8.6%	14.8%	8.5%
投资回报的差异	4.5%	-5.5%	-0.4%	-0.7%	-2.8%	-6.1%	3.3%
市场价值和其他调整	3.1%	-2.5%	-1.2%	-1.8%	0.9%	1.2%	-0.2%
汇率变动	0.2%	0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
股东红利分配及资本注入	-0.8%	-2.2%	-1.1%	-1.1%	-1.8%	-1.6%	-0.6%
其他	0.0%	0.1%	0.2%	-0.2%	0.3%	-0.1%	0.5%
内含价值增速	23.2%	16.4%	7.0%	12.6%	4.8%	8.3%	11.5%

资料来源：公司财报、华创证券

## 五、投资建议

从人身险行业发展来看，已经历去年最低点，增长有所恢复，拐点向上，健康险依然维持高景气度增长。未来无论是保障需求还是储蓄、财富管理需求都有较大的空间，保险个股均享受行业增长的红利；从监管环境来看，2016年行业逐步进入监管收紧阶段，市场秩序逐渐规范，在行业转型阵痛过程中，转型较早、坚持高质量发展的公司料将享受份额的集中；从上市公司来看，在面临新业务增长持续承压，人力增长出现瓶颈等不利状况时，坚持正确的战略选择不动摇尤为重要。

展望 4 季度，受益于市场环境宽松，资金释放流入，权益市场或将有所表现，加之下一步降息预期如若兑现，债市或将受益，预期将给保险公司投资端贡献利润，全年投资收益率进一步向上，全年 EV 增长暂时无忧。宏观环境的好转、负债端新业务增长的拐点和人力发展质量的改善是行情启动的关键因素。经过此前一轮调整和中报估值切换，当前保险股 PEV 估值除平安外均跌破 1 倍，处于较低位置，分别为：1.47x（平安）、0.95x（太保）、0.93x（国寿）、

0.84x（新华）。继续推荐价值创造能力同业占优的中国平安、中国太保以及高弹性品种新华保险、中国人寿。

## 六、风险提示

3、4 季度新业务增长不及预期、权益市场震荡向下、长端利率持续向下、车险市场竞争加剧、巨灾发生频发、监管政策变化。

## 非银组团队介绍

### 组长、首席分析师：洪锦屏

华南理工大学管理学硕士。曾任职于招商证券。2016年加入华创证券研究所。2010年获得新财富非银行金融最佳分析师第二名（团队），2015年金牛奖非银金融第五名，2017年金牛奖非银金融第四名。

### 分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。曾任职于平安银行。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖非银金融第四名团队成员。

### 助理研究员：张径炜

西南财经大学硕士。2018年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：张慧

澳大利亚莫那什大学银行与金融专业硕士。2019年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com	
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	



## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500