

2019 保险行业三季报小结

负债端分化，低利率承压

核心观点：

● 负债端模式分化，保费质量、规模面临博弈

从三季度业绩来看，各家保险公司在转型进入深水区时，面对阵痛出现了战略选择上的分化。平安、太保更加注重质量增长，反映在个险新单上的增速相对放缓，人力团队清虚提质，且对于开门红的态度逐渐淡化。而国寿、新华在当前时点仍然一定程度上选择保费规模，其中国寿个险新单逆势正增长，新华保险人力逆势高增长是明显佐证。具体到个险新单数据，平安、新华新单降幅收窄，太保降幅有扩大趋势。中国人寿是今年唯一一家实现新单正增长的公司，也是最早开启明年开门红预售的上市公司，旗下储蓄型产品鑫享至尊预售表现积极，促进公司保费增长。

● 回归保障仍重要，产品结构再平衡

134 文后，保险回归保障的指引持续不变，各家公司近年来保障产品的销售和占比均有明显提升，直接反映在价值率持续走高。但保障产品的销售策略转变，也使得行业面对过去有较强理财需求的客户市场失去粘性。今年上半年，可以明显看到各家公司面对市场下滑有所行动，从淡化开门红到适当增加储蓄年金产品，反映出行业在负债端压力下，也在寻求产品结构的再平衡。

● 低利率来袭，考验险企配置能力

近期美联储再次宣布降息，全球利率水平或受到影响。长期来看，低利率环境都是成熟保险市场必须面临的挑战。与二季度相比，三季度各家公布的年化总投资收益率未出现大的起伏，考虑上半年权益市场表现良好，固收市场各家公司也积极应对低利率趋势，加大长久期债券品种配置，多元化投资策略，适当对冲低利率风险。因三季度宏观数据披露，四季度出台逆周期政策概率下降，当前我国十年期国债收益率回升至 3.3%，短期缓解保险资产端压力，但长期来看，仍需做好资产过冬准备。预计 750 日均线向下拐点出现在明年一季度，届时保险准备金计提也面临一定压力。

● 投资建议

受所得税政策调整，叠加投资收益上扬，三季度险企利润维持释放态势。负债端各家公司有不同着重点，但提高产品价值率是大方向，短期面对市场压力或有分化。长期来看，低利率仍然是压制险企估值的最大因素，短期利率回调时点或是加强配置长期债券时点。当前行业整体估值仍然较低，建议关注：中国平安(A/H)、中国太保(A/H)、新华保险(A/H)、中国人寿(A/H)。

● 风险提示

人力规模难以维持，利率波动超预期等。

行业评级

买入

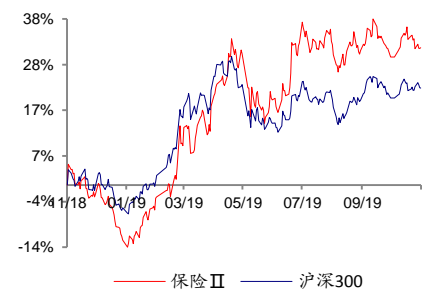
前次评级

买入

报告日期

2019-11-01

相对市场表现



分析师：

文京雄



SAC 执证号：S0260517060001



020-66335139



wenjingxiong@gf.com.cn

分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

请注意，文京雄并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

保险行业专题:我国商业健康险现状及创新发展方向	2019-10-29
保险渠道专题报告:产品转型推动渠道发展,个险仍将是未来主航道	2019-10-22
上市险企前 8 月保费收入概况:寿险增长稳定,产险单月同比增速提升	2019-09-17

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	股价	最近报告日期	评级	合理价值 (元)	EPS (元)		PE (x)		P/EV (x)		1YrVNBPS (元/股)	
			2019/10/31				2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中国平安	601318.SH	人民币	88.12	2019/10/24	买入	92.65	8.60	10.06	10.28	8.72	1.35	0.97	4.35	4.81
中国平安	02318.HK	港币	90.75	2019/10/24	买入	103.21	8.60	10.06	9.52	8.08	1.25	0.90	4.35	4.81
中国太保	601601.SH	人民币	35.26	2019/10/31	买入	42.07	3.72	4.33	9.49	8.14	0.84	0.74	3.33	3.80
中国太保	02601.HK	港币	28.50	2019/10/31	买入	46.72	3.72	4.33	6.89	5.91	0.61	0.54	3.33	3.80
新华保险	601336.SH	人民币	47.72	2019/10/31	买入	63.11	3.80	4.99	12.55	9.55	0.76	0.66	4.18	4.60
新华保险	01336.HK	港币	30.55	2019/10/31	买入	40.48	3.80	4.99	7.22	5.50	0.44	0.38	4.18	4.60
中国人寿	601628.SH	人民币	33.45	2019/10/30	买入	33.63	2.08	1.66	34.48	29.60	1.02	0.91	2.21	2.60
中国人寿	02628.HK	港币	20.40	2019/10/30	买入	24.76	2.08	1.66	18.90	16.23	0.56	0.50	2.21	2.60

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

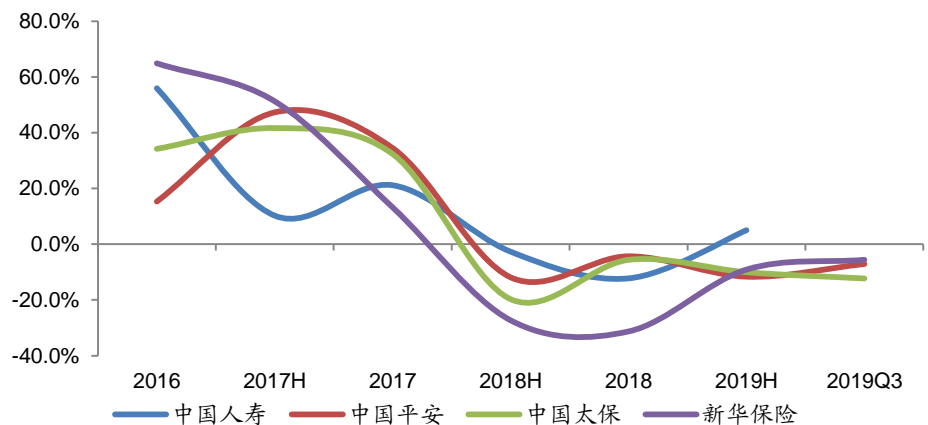
备注: 表中估值指标按照 10 月 31 日收盘价计算, 盈利预测及相关估值以人民币单位为基础计算

负债端模式分化，保费质量、规模面临博弈

从三季度业绩来看，各家保险公司在转型进入深水区时，面对阵痛出现了战略选择上的分化。平安、太保更加注重质量增长，反映在个险新单上的增速相对放缓，人力团队清虚提质，且对于开门红的态度逐渐淡化。而国寿、新华在当前时点仍然一定程度上选择保费规模，其中国寿个险新单逆势正增长，新华保险人力逆势高增长是明显佐证。

具体到个险新单数据，平安、新华新单降幅收窄，太保降幅有扩大趋势。中国人寿是今年唯一一家实现新单正增长的公司，也是最早开启明年开门红预售的上市公司，旗下储蓄型产品鑫享至尊预售表现积极，促进公司保费增长。

图1：保险公司新单增速（%）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

注：中国人寿三季度未披露个险新单数据，2019年1-9月首年期交保费同比增长4.7%

人力角度，披露数据的平安和国寿也出现明显分化。截止9月末，中国平安代理人规模为124.5万人，较年初下降12.1%；中国人寿个险渠道代理人166.3万人，较年初增长15.6%。中国平安采取优化队伍质量，严格清退不合格人员，聚焦选才增优、绩优培养、团队发展。而中国人寿更加注重队伍规模，人力团队逆势增长，与公司产品战略也有关系。另外，新华保险今年人力团队继续保持高增长态势，在健康险布局领先后，对保费规模的追求也有所加强。人力团队对于保险公司至关重要，出现分化也说明当前行业面对保费规模和质量增长存在权衡取舍。

表 1: 四家上市公司保险代理人情况 (人) 及同比变动 (%)

单位: 人	2015	2016H	2016	2017H	2017	2018H	2018	2019H	2019Q3
中国人寿	979,000	1,529,000	1,814,000	1,937,000	2,025,000	1,800,000	1,772,000	1,573,000	1,663,000
中国平安	869,895	1,050,000	1,100,000	1,325,000	1,386,000	1,398,827	1,417,383	1,286,000	1,245,000
新华保险	259,000	242,000	328,000	333,000	348,000	334,000	370,000	386,000	
中国太保	482,000	582,000	653,000	870,000	874,000	894,000	847,000	796,000	
中国人寿	31.76%	61.12%	85.29%	26.68%	11.63%	-7.07%	-12.49%	-12.6%	
中国平安	36.87%	31.60%	26.45%	26.19%	26.00%	5.50%	2.26%	-8.1%	
新华保险	48.00%	26.04%	26.64%	37.60%	6.10%	0.30%	6.32%	15.6%	
中国太保	40.12%	40.24%	35.48%	49.48%	33.84%	2.76%	-3.09%	-11.0%	

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

回归保障仍重要, 产品结构再平衡

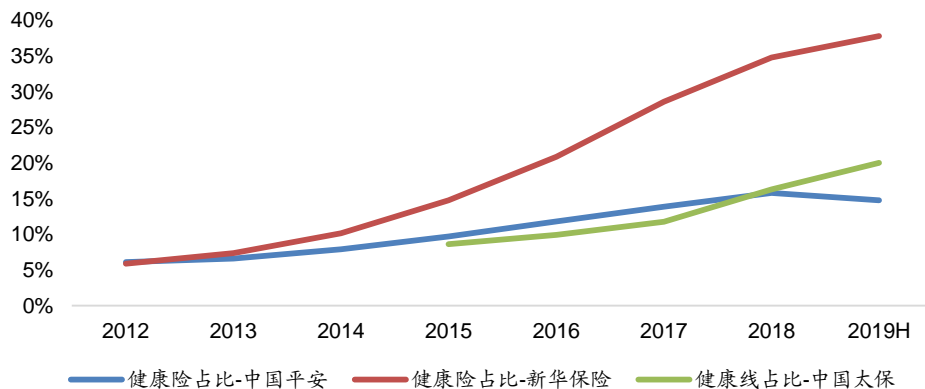
134文后, 保险回归保障的指引持续不变, 各家公司近年来保障产品的销售和占比均有明显提升, 直接反映在价值率持续走高。但保障产品的销售策略转变, 也使得行业面对过去有较强理财需求的客户市场失去粘性。今年上半年, 可以明显看到各家公司面对市场下滑有所行动, 从淡化开门红到适当增加储蓄年金产品, 反映出行业在负债端压力下, 也在寻求产品结构的再平衡。

2019上半年, 太保、新华健康险规模占比继续提升, 新华大健康战略效果显著, 健康险保费占比**37.8%**, 旗下健康无忧也成长为百亿级产品。平安健康险收入占比略有小幅下降, 但针对不同客户群体已开发多款保障类产品。

值得注意的是, 上半年行业新业务价值率出现一定幅度回落, 主要原因有二: 一是面对新单保费增长压力, 部分公司加大了短期险和理财性产品的销售, 导致产品结构有所调整; 二是2018年上半年受134号文影响更为深刻, 新单保费中长期保障型产品占比较高, 以致今年上半年数据同比压力有所体现。

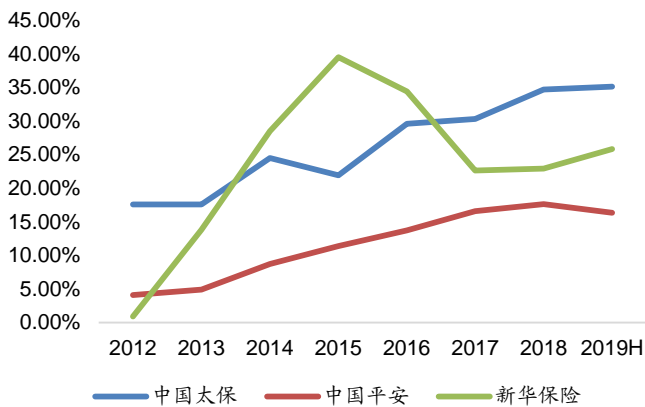
临近年底, 行业对开门红的态度也出现分化, 国寿、新华对待开门红态度更为积极, 平安、太保相对保守, 仍然坚定质量增长模式, 淡化短期保费增长波动。

图2: 上市险企健康险收入占比持续提升 (%)



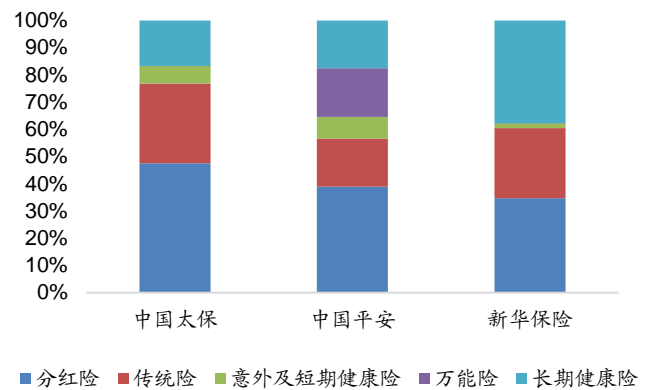
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图3: 传统寿险占比提升 (%)



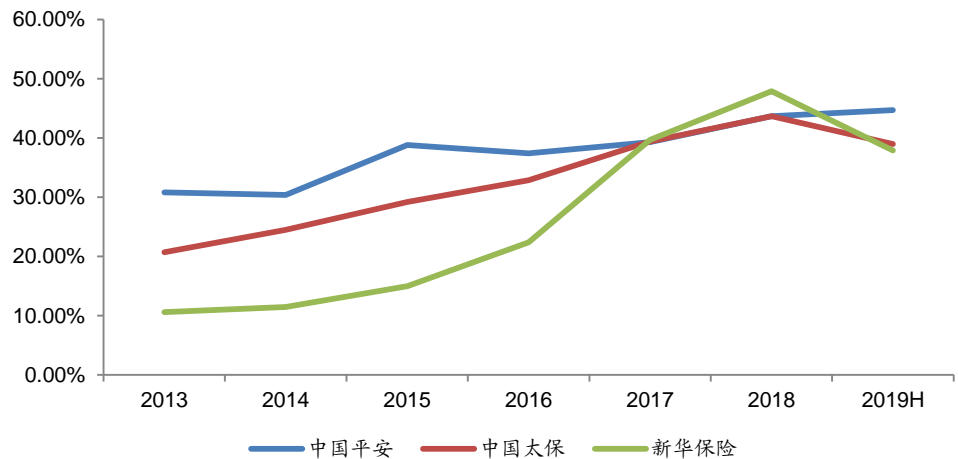
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图4: 2019中报各险企险种比例 (%)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图5: 保险公司新业务价值率 (%)



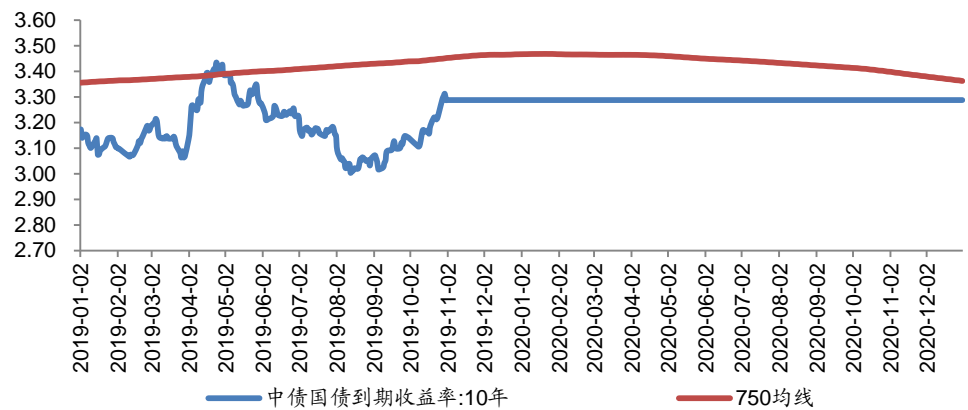
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

注: 中国人寿因统计口径差异无法对比, 2019中报披露个险渠道新业务价值率为36.6%, 同比提升4.2个百分点; 银保渠道新业务价值率21.5%, 同比提升7.9个百分点

低利率来袭, 考验险企配置能力

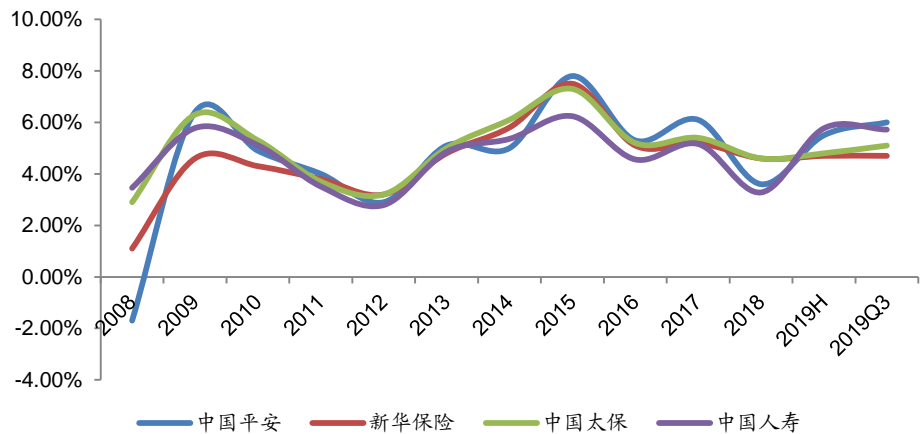
近期美联储再次宣布降息, 全球利率水平或受到影响。长期来看, 低利率环境都是成熟保险市场必须面对的挑战。与二季度相比, 三季度各家公布的年化总投资收益率未出现大的起伏, 考虑上半年权益市场表现良好, 固收市场各家公司也积极应对低利率趋势, 加大长久期债券品种配置, 多元化投资策略, 适当对冲低利率风险。因三季度宏观数据披露, 四季度出台逆周期政策概率下降, 当前我国十年期国债收益率回升至3.3%, 短期缓解保险资产端压力, 但长期来看, 仍需做好资产过冬准备。预计750日均线向下拐点出现在明年一季度, 届时保险准备金计提也面临一定压力。

图6: 十年期国债收益率及750日均线 (%)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图7: 保险公司总投资收益率 (%)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

投资建议

受所得税政策调整, 叠加投资收益上扬, 三季度险企利润维持释放态势。负债端各家公司有不同着重点, 但提高产品价值率是大方向, 短期面对市场压力或有分化。长期来看, 低利率仍然是压制险企估值的最大因素, 短期利率回调时点或是加强配置长期债券时点。当前行业整体估值仍然较低, 建议关注: 中国平安(A/H)、中国太保(A/H)、新华保险(A/H)、中国人寿(A/H)。

风险提示

人力规模难以维持, 利率波动超预期等。

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍 淼：资深分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 文 京 雄：资深分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 韵 杨：资深分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。