

# 保险

证券研究报告

2019年11月03日

## 保险 3 季度综述：利润持续高增长，负债端表现分化，2020 年负债端改善可期

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

夏昌盛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518110003  
xiachangsheng@tfzq.com

罗钻辉

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518060005  
luozuanhui@tfzq.com

舒思勤

联系人

shusiqin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《保险-行业投资策略:转型之年,下一个向上周期的起点》2019-11-01
- 《保险-行业点评:农业险指导意见出台,预期2019-22年农险保费复合增速20%左右,后续相关政策下发将显著利好于人保财险》2019-10-13
- 《保险-行业专题研究:利润大增但寿险竞争加剧,高质量队伍与客户是转型关键——保险行业2019年中报回顾》2019-09-02

**投资要点：**2019年3季度上市公司净利润整体保持较快增长；人身险保费端出现分化，国寿、人保新单保费实现较快增长，而平安、太保、新华均同比下滑；财险方面，非车险占比提升，综合成本率虽同比提升，但增幅较上半年收窄。我们预计2019年全年利润及业务增长情况与前三季度趋势一致。展望2020年，短期来看，我们判断行业面临以下利好：2020年开门红保费改善+政策利好+2019年利润高增长+利率预期短期改善。长期来看，寿险业发展空间仍然很大，转型领先的公司将在寿险新一轮向上周期中脱颖而出，实现长期稳定发展，我们预计2020年可能是改善的起点。截至10月31日，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的2019PEV分别为1.32、1.01、0.79、0.74倍，处于历史低位，4季度“估值切换行情”有望继续。重点推荐标的：中国人寿（2020年开门红及全年NBV增速有望最高，我们预计2019年利润与NBV增速亦最高，制度改革进行时）、中国太保（估值极具吸引力，寿险队伍转型成果可期）、中国平安、人保集团H（寿险、健康险将成为集团价值新支柱，价值严重低估）。

**3 季报回顾：1) 利润保持较快增长。**2019年前3季度平安、国寿、太保、新华、人保归母净利润分别同比增长63.2%、190.4%、80.2%、68.8%、76.3%，其中3季度单季分别同比增长49.7%、483.4%、50.9%、29.2%、148.9%。净利润仍保持较高增长，主要原因在于：权益市场涨跌同比基本平稳；750日均线仍处于上行阶段；税收新政下3季度实际税率亦同比下降。平安营运利润前3季度同比增长21.5%，Q3单季同比增长16.3%。另外，太保、新华调整折现率之外的精算假设，分别减少税前利润37.4亿元、19.8亿元，平滑后续年度利润增长。**2) 投资收益整体提升。**平安、国寿、太保、新华年化总投资收益率分别为6.0%、5.7%、5.1%、4.7%，分别同比+2.0pct、+2.4pct、+0.4pct、-0.1pct。国寿、太保、人保有大量可供出售金融资产的浮盈，2019年9月末，国寿、太保、新华、人保“其他综合收益”分别为148亿、96亿、9亿、90亿，较上年末分别增加204亿、68亿、37亿、91亿。**3) 寿险负债端整体表现较弱，国寿、人保表现优于其他公司。**前3季度国寿、人保（寿险+健康险）的新单保费实现正增长，均为6.5%，Q3单季同比增速分别为27.6%、57.4%，其他公司均为负增长。中国人寿NBV增速为20.4%，预计优于同业，新单保费增长和业务结构优化双驱动；平安寿险NBV增速为4.5%，Q3单季为4.1%，由价值率提升带来。我们预计，受益于业务结构优化及主力保障产品价值率提升，太保前3季度nbv的增速降幅较中报收窄（H1为-8.4%）；而新华3季度NBV增速降幅较中报（H1为-8.7%）或有扩大。**4) 财险业务：非车险保费占比提升，综合成本率同比增幅较上半年收窄。**前3季度人保、平安、太保的财险保费收入增速分别为13.0%、8.7%、12.9%，Q3单季增速分别为8.4%、6.6%、13.8%。车险保费占比分别为57.0%、70.4%、67.1%，分别较上年末下降9.7%、3.0%、7.5%。平安、人保财险综合成本率分别为96.2%、97.9%，同比提升0.2pct、0.1pct，增幅较上半年均显著收窄。且手续费率下降+税率下降带来利润高增长。

**2020 年展望：**我们判断2020年开门红整体有望实现良好增长。主要原因在于：1) 外部环境利好年金险销售，如银行理财产品收益率大幅下降；2) 各公司开门红节奏好于去年。我们预计2020年Q1平安、国寿、太保、新华NBV增速分别为7%、16%、7%、3%。2020年全年人身险负债端有望迎来改善。2018-2019年，大型公司保费端进入调整周期，销售队伍转型是保费增长的长期驱动力，转型重点是打造“全职化、专业化、精英化的营销队伍”。2019年各上市公司在新的管理层领导下，在发展战略、管理机制、组织架构、销售队伍、产品结构等方面进行转型，转型将在中长期发挥作用，2020年转型成果初显或能使部分公司走出“底部”。我们预计2020年平安、国寿、太保、新华NBV增速分别为10%、20%、11%、9%。

**风险提示：**1) 保费增速低于预期；2) 股票市场大跌；3) 代理人规模增长不及预期。

## 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-11-01	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601628.SH	中国人寿	33.32	买入	0.40	2.23	2.50	2.90	83.30	14.94	13.33	11.49
601601.SH	中国太保	35.30	买入	1.99	3.20	3.86	4.56	17.74	11.03	9.15	7.74
601318.SH	中国平安	90.04	买入	5.88	9.04	10.88	12.96	15.31	9.96	8.28	6.95
01339.HK	中国人民保险 集团	3.35 (港元)	买入	0.29	0.55	0.65	0.79	10.38	5.47	4.63	3.81
02328.HK	中国财险	9.95 (港元)	买入	0.70	1.02	1.24	1.53	12.78	8.77	7.21	5.85

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 内容目录

1. 2019Q3 单季上市公司归母净利润同比增长 100.3%.....	4
1.1. 2019 前三季度上市公司投资收益率整体提升 .....	5
1.2. 3 季度末上市公司净资产较年初增长, 较上季度末增长 .....	6
2. 寿险业务: 负债端整体表现较弱, 国寿、人保表现优于其他公司 .....	7
3. 产险业务: 非车险保费占比提升, 综合成本率同比增幅较上半年收窄 .....	8
4. 投资建议: 2020 年人身险负债端有望迎来改善 .....	9

## 图表目录

图 1: 1-3Q 上市公司归母净利润 (单位: 亿元) .....	4
图 2: 3Q 上市公司归母净利润 (单位: 亿元) .....	4
图 3: 净投资收益率 .....	5
图 4: 总投资收益率 .....	5
图 5: 其他综合收益 (单位: 亿) .....	5
图 6: 2018Q3 股市表现 .....	6
图 7: 2019Q3 股市表现 .....	6
图 8: 国债 10 年期到期收益率 (%) .....	6
图 9: 净资产 (亿) .....	7
图 10: 上市公司新单保费 (单位: 亿元) .....	7
图 11: 上市公司新单保费 (单位: 亿元) .....	7
图 12: 平安、国寿分季度寿险 NBV 增速 .....	8
图 13: 代理人规模 (单位: 万) .....	8
图 14: 财险保费收入 (单位: 亿元) .....	9
图 15: 车险保费占比 .....	9
图 16: 保险公司 PEV 估值 .....	10
图 17: 保险公司 PEV .....	10
表 1: 个险渠道新单保费 (单位: 亿元) .....	7

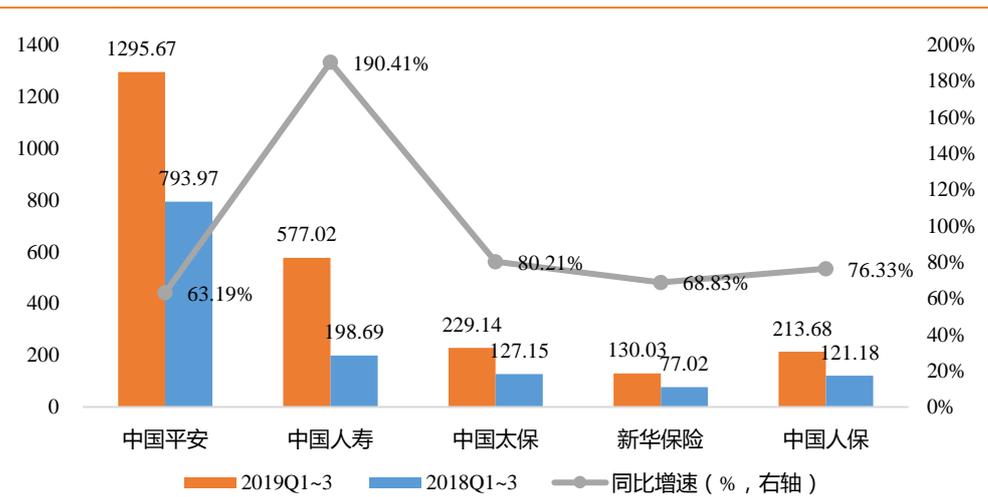
## 1. 2019Q3 单季上市公司归母净利润同比增长 100.3%

2019 年前 3 季度中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保分别实现归母净利润 1296 亿元、577 亿元、229 亿元、130 亿元、214 亿元，分别同比增长 63.2%、190.4%、80.2%、68.8%、76.3%，其中 3 季度单季净利润分别同比增长 49.7%、483.4%、50.9%、29.2%、148.9%。2019 年 Q3 保险公司净利润仍保持较高增长，主要原因在于：①权益市场涨跌同比基本平稳。②750 日均线仍处于上行阶段。3 季度 10 年期 750 天移动平均收益率曲线环比上升 3.12bps。③虽然税收新政下 2018 年税收汇算清缴的利好已在中报释放，但税收新政下 3 季度实际税率亦同比下降。

中国平安剔除短期投资波动的营运利润前 3 季度同比增长 21.5%，Q3 单季同比增长 16.3%。其中，寿险、产险、银行、信托、证券、其他资管、科技板块的营运利润分别同比增长 31%、+76%、+15%、-4%、+34%、-50%、-24%；Q3 单季分别同比增长 20%、+92%、+16%、-34%、+42%、-87%、+9%，科技板块的单季利润恢复正增长，好于中报。

“会计估计变更的影响”（影响准备金的计提）是中短期影响利润的重要因素。太保、新华调整折现率之外的精算假设，分别减少税前利润 37.4 亿元、19.8 亿元，平滑后续年度利润增长。

图 1：1-3Q 上市公司归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 2：3Q 上市公司归母净利润（单位：亿元）



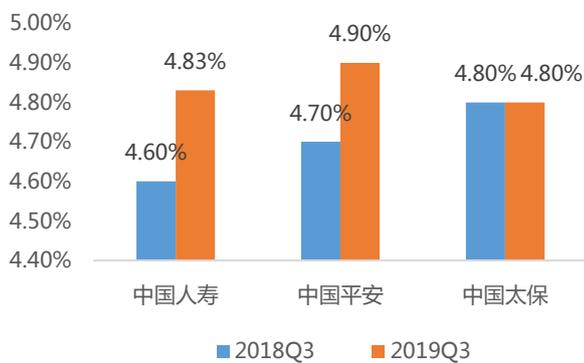
资料来源：公司财报，天风证券研究所

### 1.1. 2019 前三季度上市公司投资收益率整体提升

3 季度权益市场涨跌同比基本保持平稳。2019 年 Q3 单季沪深 300 指数、恒生 300 指数分别下跌 0.3%、6.3%，2018 年 Q3 单季分别下跌 2.1%、0.5%。从债市来看，10 年期国债收益率 Q3 基本保持平稳。

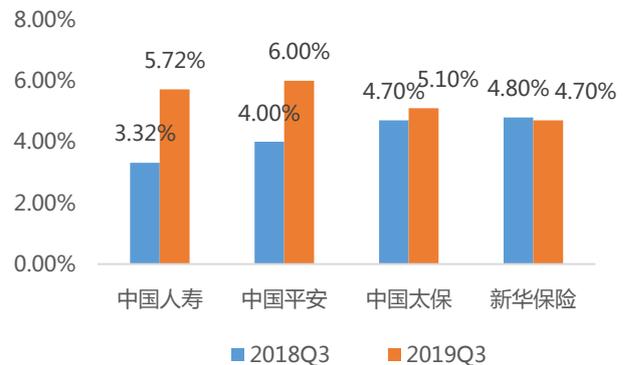
中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险年化总投资收益率分别为 6.0%、5.7%、5.1%、4.7%，分别同比+2.0pct、+2.4pct、+0.4pct、-0.1pct。国寿、太保、人保还有大量可供出售金融资产浮盈未实现，2019 年 9 月末，国寿、太保、新华、人保“其他综合收益”分别为 147.7 亿、95.9 亿、8.8 亿、90.2 亿，较上年末分别增加 203.9 亿、68.0 亿、36.7 亿、90.6 亿，较 6 月末分别增加 1.9 亿、9.7 亿、7.8 亿、15.4 亿。

图 3：净投资收益率



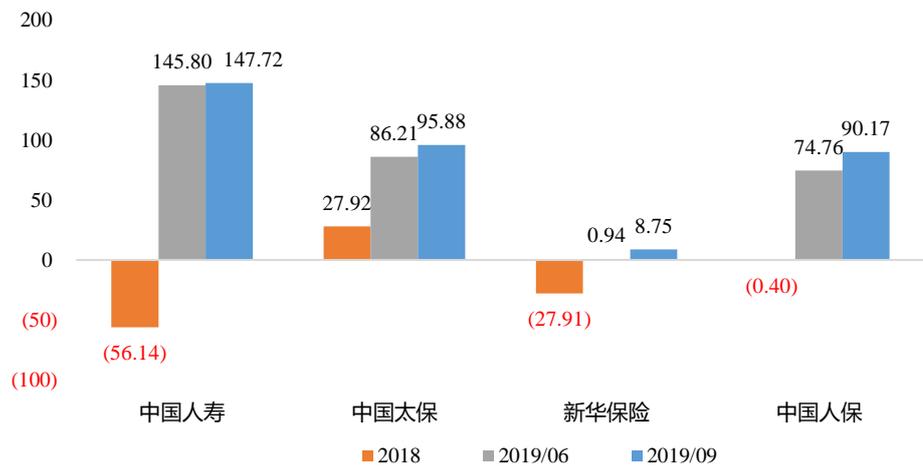
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 4：总投资收益率



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 5：其他综合收益（单位：亿）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 6：2018Q3 股市表现



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：2019Q3 股市表现



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：国债 10 年期到期收益率 (%)

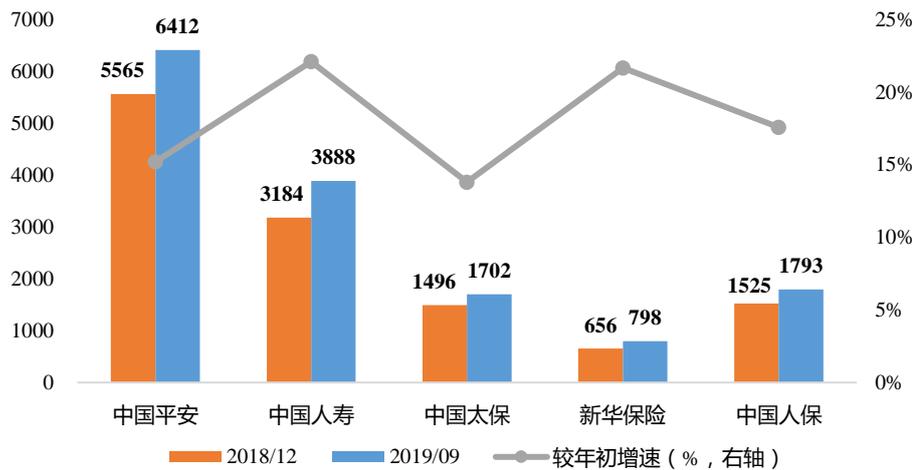


资料来源：wind，天风证券研究所

### 1.2.3 季度末上市公司净资产较年初增长 17.4%，较上季度末增长 3.9%

中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保的归母净资产分别较年初增长 15.2%、22.1%、13.8%、21.7%、17.6%，较 6 月末分别增长 2.5%、5.5%、4.7%、4.2%、4.3%。除了净利润高增长的贡献之外，可供出售金融资产公允价值上升带来其他综合收益大幅提升，也对净资产增长贡献较大。

图 9：净资产（亿）

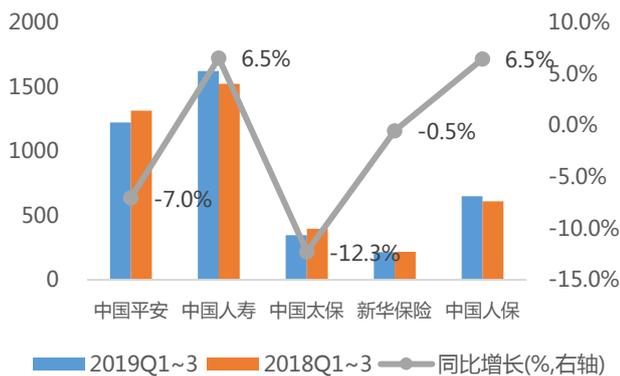


资料来源：公司财报，天风证券研究所

## 2. 寿险业务：负债端整体表现较弱，国寿、人保表现优于其他公司

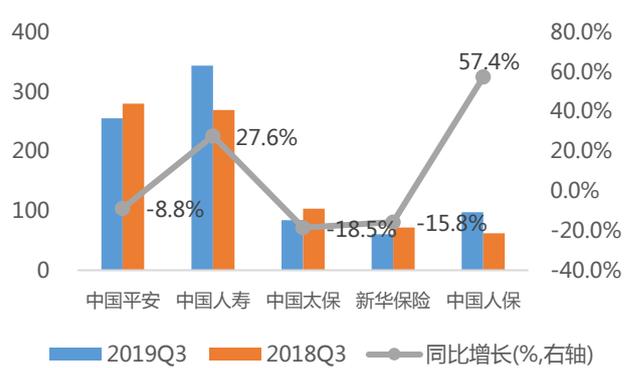
前 3 季度中国人寿、中国人保（寿险+健康险）的新单保费实现正增长，均为 6.5%，平安、太保、新华为负增长，增速分别为-7.0%、-12.3%、-0.5%。Q3 单季，平安、国寿、太保、新华、人保的新单保费同比增速分别为-8.8%、27.6%、-18.5%、-15.8%、57.4%。分渠道来看，前 3 季度太保、新华的个险渠道期交保费同比下滑 18.6%、5.4%，Q3 单季同比下滑 25.8%、13.2%。

图 10：上市公司新单保费（单位：亿元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所，太保为个险渠道新单保费

图 11：上市公司新单保费（单位：亿元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所，太保为个险渠道新单保费

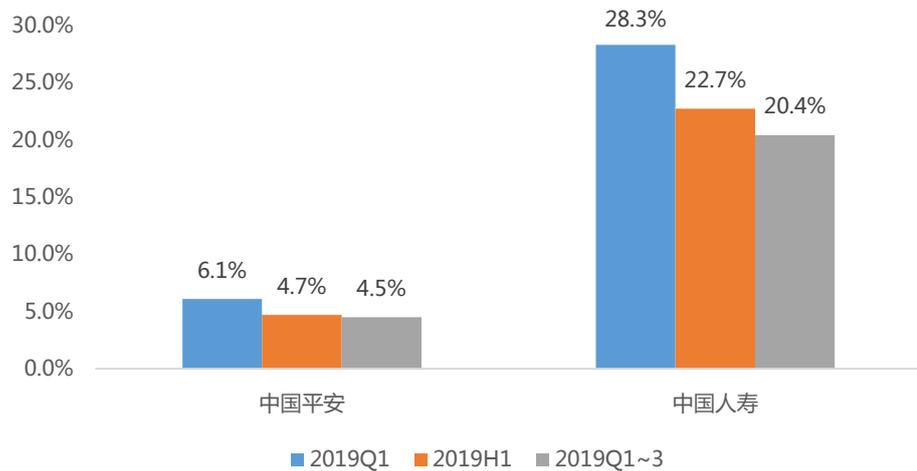
表 1：个险渠道新单保费（单位：亿元）

	2018.1-3Q	2019.1-3Q	同比	2018.3Q	2019.3Q	同比
新华个险渠道新单	157.83	160.48	1.7%	48.66	46.71	-4.0%
其中：期交保费	131.75	124.57	-5.4%	39.30	34.10	-13.2%
太保个险渠道新单	395.91	347.33	-12.3%	103.44	84.28	-18.5%
其中：期交保费	364.04	296.35	-18.6%	92.13	68.35	-25.8%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

中国人寿 NBV 增速为 20.4%，预计优于同业，由新单保费平稳增长和业务结构优化带来，其新单保费同比增长 6.5%，NBV margin 同比增长 13.1%。平安寿险 NBV 增速为 4.5%，Q3 单季同比增长 4.1%，由价值率提升带来，NBV margin 为 48.1%，同比提升 5.3pct，Q3 单季 margin 同比提升 3.4pct，我们预计源于主力保障产品价值率提升。我们预计，受益于业务结构优化及主力保障产品价值率提升，太保 Q3 单季的 NBV margin 提升，前 3 季度 nbv 的增速降幅较中报收窄（-8.4%）；新华 3 季度 NBV 增速降幅较中报（-8.7%）或有扩大。

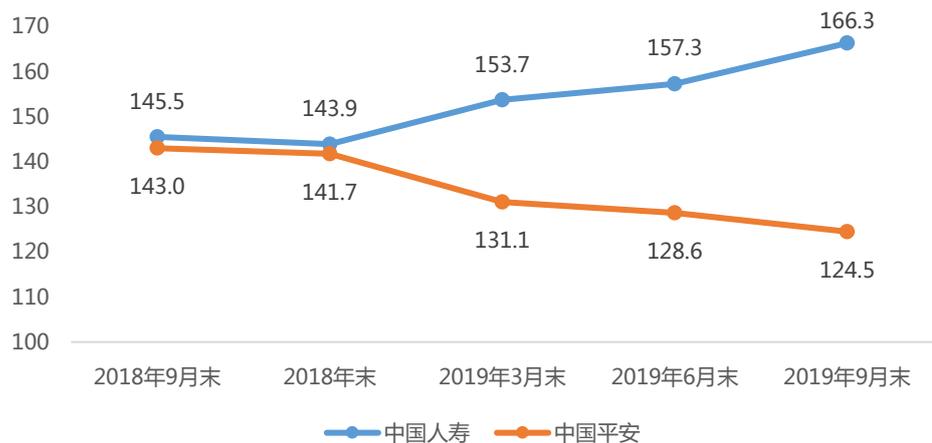
图 12：平安、国寿分季度寿险 NBV 增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

截至 9 月末，中国人寿、中国平安个险渠道代理人规模分别为 166.3 万、124.5 万人。平安代理人规模持续下降，但平安坚持“有质量的人力发展”，聚焦优增，严格考核清退，代理人基础有所夯实，产能提升，前 3 季度人均件 1.39 件/月，同比增长 9.4%。国寿代理人量质齐升，个险渠道月均有效销售人力同比增长 37.4%；个险渠道月均销售特定保障型产品人力规模同比增长 49.2%。

图 13：代理人规模（单位：万）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

### 3. 产险业务：非车险保费占比提升，综合成本率同比增幅较上半年收窄

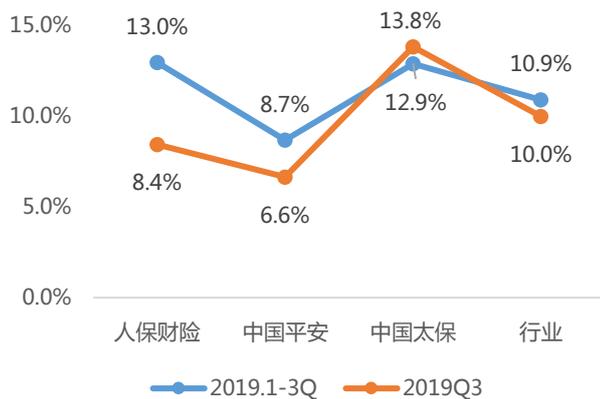
前 3 季度人保财险、平安财险、太保财险的保费收入增速分别为 13.0%、8.7%、12.9%，Q3

单季增速分别为 8.4%、6.6%、13.8%。车险保费占比分别为 57.0%、70.4%、67.1%，分别较上年末下降 9.7%、3.0%、7.5%。

人保财险、平安财险综合成本率均有所提升，但提升幅度均较上半年缩窄。平安产险综合成本率 96.2%，同比提升 0.2pct，增幅显著收窄 0.6pct。人保财险综合成本率 97.9%，同比提升 0.1pct，提升的幅度较上半年大幅缩窄（H1 同比提升 1.6pct），其中赔付率同比提升 4.5pct。

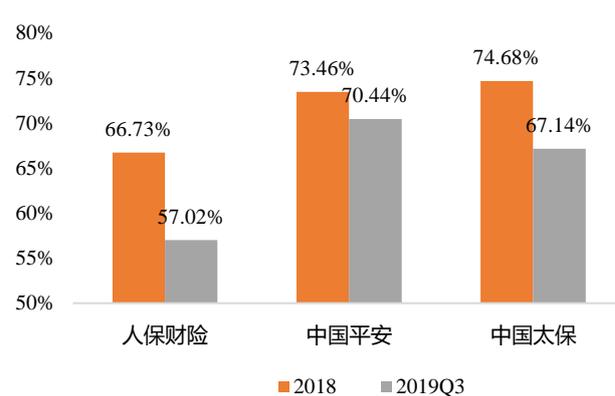
手续费率下降+实际税率下降带来财险利润高增长。前 3 季度，平安产险营运利润同比增长 76%，人保财险净利润同比增长 67%。

图 14：财险保费收入（单位：亿元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 15：车险保费占比



资料来源：公司财报，天风证券研究所

#### 4. 投资建议：2020 年人身险负债端有望迎来改善

我们预计，2020 年开门红整体有望实现良好增长。主要原因在于：1) 外部环境利好年金销售，如银行理财产品收益率大幅下降；2) 各公司开门红节奏好于去年。我们预计 2020 年 Q1 平安、国寿、太保、新华 NBV 增速分别为 7%、16%、7%、3%。

2020 年全年人身险负债端有望迎来改善。2018-2019 年，大型公司保费端进入调整周期，销售队伍转型是保费增长的长期驱动力，转型重点是打造“全职化、专业化、精英化的营销队伍”，产品+服务+科技是抓手。2019 年各上市公司在新的管理层领导下，在发展战略、管理机制、组织架构、销售队伍、产品结构等方面进行转型，转型将在中长期发挥作用，2020 年转型成果初显或能使部分公司走出“底部”。我们预计 2020 年平安、国寿、太保、新华 NBV 增速分别为 10%、20%、11%、9%。

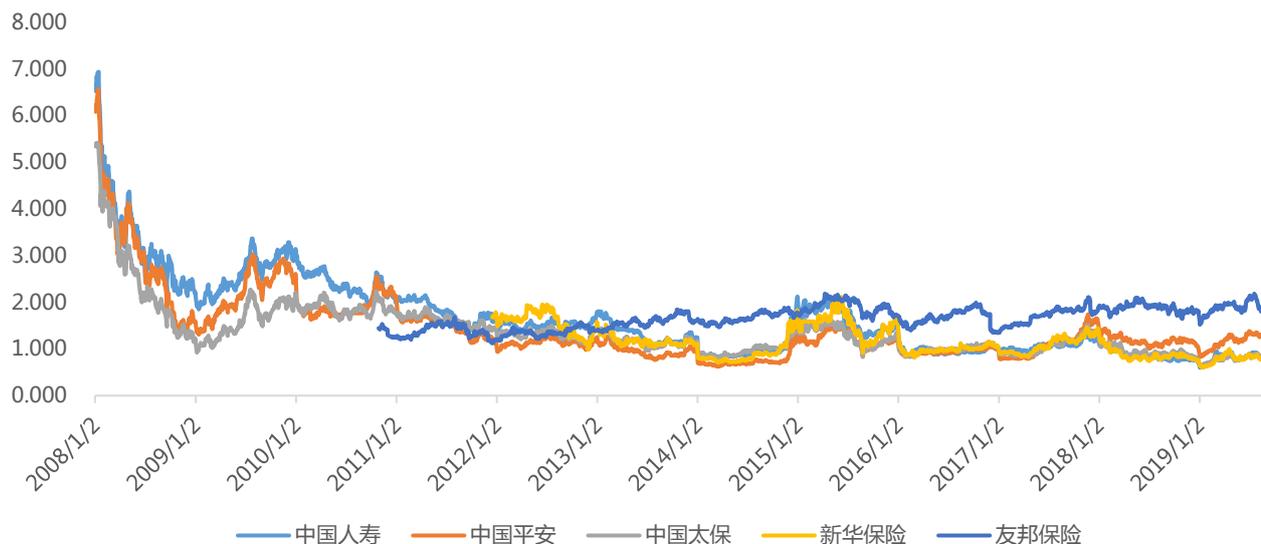
截至 10 月 31 日，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的 2019PEV 分别为 1.32、1.01、0.79、0.74 倍，处于历史低位，4 季度“估值切换行情”概率高。

长期逻辑：寿险业发展空间仍然很大，转型领先的公司将在寿险新一轮向上周期中脱颖而出，实现长期稳定发展，我们预计 2020 年可能是改善的起点。

短期逻辑：2020 年开门红保费改善 + 政策利好 + 2019 年利润高增长 + 利率预期短期改善。

A 股推荐标的：中国人寿（2020 年开门红及全年 NBV 增速有望最高，我们预计 2019 年利润与 NBV 增速亦最高，制度改革进行时）、中国太保（估值极具吸引力，寿险队伍转型成果可期）、中国平安。

图 16: 保险公司 PEV 估值



资料来源: 公司财报, wind, 天风证券研究所

图 17: 保险公司 PEV



资料来源: wind, 天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com