

新单保费增速放缓，税优投资增厚利润

——保险 2019 年三季度报综述

行业简报

◆2019Q3 保险股下跌 2.4%，但 2019 前三季度保险板块利润增长较好。2019 前三季度保险行业实现保费收入 3.45 万亿，同比增长 12.58%；其中寿险保费收入 1.93 万亿，同比增长 10.08%；健康险保费收入 5677 亿，同比增长 12.22%；财产险保费 8658 亿，同比增长 8.18%。保险行业受投资权益市场回暖以及税优政策的影响，仍保持较高的净利润增长，上市五家险企业前三季度合计实现净利润 2445.54 亿元，同比增 85.5%；扣除税优影响 270.44 亿净利润，同比增长 20.51%；剔除短期投资波动 131.14 亿，增长 10.54%。同时，在保费增速放缓的情况下，保险行业靠续期保费及长期高保障型产品提升业务价值，人均件数、件均保费以及新业务价值率的提升为提高新业务价值及保险公司内含价值的核心。

◆寿险保费增速放缓，代理人重量到重质。2019 年前三季度，行业保费增速持续放缓，除中国人寿新单保费增速 6.5% 外，其他上市险企新单保费呈下滑趋势（平安 -7.4%/太保 -12.3%/人保 -3.8%/新华 -0.5%），除国寿代理人逆势同比增长 15.6% 外，代理人人数的下滑是新单保费下滑的主要原因，一方面保险公司内部保费转型调整，另一方面是人均产出较低，自然脱落率提高留存率减少。预计新单保费继续下滑，同时新业务价值率提升空间有限，将影响新业务价值及内含价值增速。平安保障型长险占比提升，寿险及健康险新业务价值同比增长 4.5%，新业务价值率提升 5.3ppts；国寿首年期占比持续提升，占长险新单达 98.07%，加大保障型产品人力配置，三季度新业务价值率略有下滑，但新业务价值仍保持 20% 的同比增速。新华长险新单下滑 7.1%，保费增速持续放缓，向银保渠道及短期险结构调整。

◆产险综合成本率略升，非车险增速大于车险。产险综合成本率方面，三季度比中期均有上升，其中平安 96.2%/人保 97.9%/太保 97.9%，主要由于猪瘟影响农险的赔付率波动。太保非车险维持 32.3% 的增长，高于其他险企（平安 14.9%/人保 31.6%）非车险占比持续提升至 32.9%，产险结构持续改善。人保车险增速平稳为 2%（平安 6.3%/太保 5.3%），主要由于汽车销量持续低迷，2019 年前三季度，新车销量下滑 11.58% 至 1828.83 万辆，预计四季度下滑速度放缓，新车销量触底。在非产险方面，人保保证保险发展较快前三季度 128.2% 的增速。

◆投资收益靠权益拉动，资产配置分化。2019 年前三季度，五家上市险企投资收益较去年改善，得益于权益市场回暖。总投资收益率方面新华保险相对较弱为 4.7%，其他险企（平安 6%/国寿 5.72%/太保 5.1%）表现良好，净投资收益率方面平安领先为 4.9%，其他险企维持在 4.8% 左右（国寿 4.83%/太保 4.8%）。在资产配置方面，人寿着重配置高股息率股票、低估值资产及长久期政府债券，新华主要配置非标类产品，太保权益投资占比有所提高，持有至到期债券配置减少。

◆四季度及 2020 年前瞻。在长端利率下行的预期下，同时叠加准备金基准利率向下拐点，保险行业整体成本增加，同时体现在投资收益减少和保险准备金计提的增加。
1)从负债端来看，十年期国债收益率 750 日移动平均收益率将出现下滑拐点，保险责任准备金将加大计提，对销售长期保障型传统寿险企业的计提要求提高，对利润的影响较明显。
2)从代理人渠道来看，行业代理人人数呈现普遍下滑的趋势，提高代理人人均件数及件均保费成为保险公司着力转型的核心。
3)从险种来看，寿险受人口增长率放缓及人均可支配收入下滑影响，保费收入增速放缓，同时受人口老龄化，对健康险的需求有所增加；车险受汽车低迷影响，预计仍保持个位数增长，非车险占比会持续提升。
4)从投资端来看，保险公司投资资产增长保持平稳，在长端利率下行周期下，配置高股息率股票及超长久期政府债券能够在控制风险的情况下提高资产收益率。预计总体内含价值增速放缓。保险股策略，大型稳健保险集团，推荐中国平安、中国人寿。

◆风险提示：保费增长不及预期；战略落实受阻；市场波动

增持（维持）

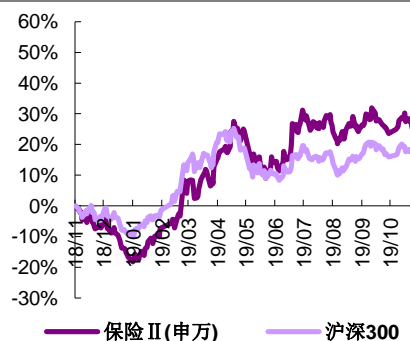
分析师

赵湘怀（执业证书编号：S0930518120003）

021-22169718

zhaoxh@ebsecn.com

行业与沪深 300 对比图



资料来源：Wind

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼