



## 强于大市

# 保险行业2019年三季度报综述

## 净利润大幅增长，但人力和新单压力仍将持续

减税政策及权益市场回暖带动归母净利润同比大幅增长。但是前三季度新单及NBV增速表现不佳，全年压力较大，预计个险渠道增员、留存压力持续。寿险行业长期具有较大需求扩张空间，但当前利率下行、代理人规模瓶颈、保障需求升级的大环境下，行业仍在调整期，各家险企应对策略有所分化。

- **权益市场回暖叠加减税新政，助力净利润快速增长：**1) 平安/人寿/太保/新华 19Q1-3 实现归母净利润 1,295.7/577.0/229.1/130.0 亿元，同比 +63.2%/+190.4%/+80.1%/+68.8%，上市险企净利润整体保持快速增长；2) 其中，人寿去年低基数下增速最高。因会计估计变更，太保利润总额减少 37.4 亿元，新华税前利润减少 19.8 亿元；3) 2019 年以来权益市场回暖，投资收益对业绩贡献较大。在利率下行的大趋势下，险企普遍增配长久期债券应对资产配置压力。
- **新单及 NBV 表现不佳，上市险企保费端战略分化：**1) **新单保费整体承压。**平安/人寿/太保/新华首年保费规模为 1,222.7/990.5/347.3/160.2 亿元，同比 -7.0%/+4.7%/-12.3%/-7.1%。19Q1-3 平安/人寿个险代理人规模为 124.5/166.3 万，同比 -12.1%/+15.6%；2) **寿险行业代理人瓶颈和 NBV 增长乏力仍将持续，上市险企战略分化。**平安 Q3 推出高性价比保障型保险产品，丰富不同定位的保障型产品供给，主动调整业务节奏和产品结构。代理人规模继续下降，影响新单增速下滑，但价值率较高仍实现寿险及健康险业务 NBV 同比 4.5% 的增长；人寿代理人规模逆势增长，是唯一新单正增长的上市险企，保费的快速增长带动公司 NBV 大幅增长 20.4%；太保 19 年开门红晚于同业，今年以来管理层变动公司战略布局有所调整，叠加代理人增速承压，拖累新单保费增速下滑 12.3%；新华新的管理层到位后更加重视年金险销售，人力快速回升，但尚未开始释放产能。
- **监管引导险企规范经营：**1) 重疾经验发生率不断提高，监管组织行业启动重疾发生率表修订工作，目前已有阶段性进展，未来将邀请跨行业机构及专家征求意见；2) 税收新政增厚 19 年上市险企净利润，缓解保障型产品占比提升的佣金压力；3) 资产负债匹配+评估利率政策调整，引导险企审慎制定年金险定价利率，防范利差损，年金险新产品预定利率上限从 4.025% 降至 3.5%，强调资产负债匹配；4) 银保渠道严监管，佣金独立核算，如实列支，对险企银保渠道布局也产生影响。

### 投资建议

- 19 年以来代理人增员和留存压力继续加大，新单表现不佳。临近年底，上市险企提前布局 20 年开门红销售，但态度出现分化。人寿率先开始预售，以 3 年交费期间和 10 年保险期间的年金险产品为主打；平安继续淡化开门红销售，力促全年保费收入平衡；太保计划限售 3.5% 定价的 15 年定期年金“鑫享福”，产品在原有基础上做出升级；新华以年金险及保障型产品并举。短期推荐 2019 年业绩领跑且开门红率先布局的中国人寿。

### 风险提示

- 保障型保险产品保费增速不及预期；市场波动对投资收益、估值的双重影响；利率下行带来的险企投资不确定性。

### 相关研究报告

- 《9 月上市险企保费数据点评》20191020
- 《保险行业 8 月保费点评》20191013
- 《健康险系列二之重疾险》20190925

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 非银金融:保险

王维逸

021-20328592

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518050001



## 目录

<b>1.权益市场回暖叠加减税新政，助力净利润快速增长</b> .....	<b>4</b>
1.1 净利润整体保持快速增长，中国人寿低基数下增速最高.....	4
1.2 2019 年前三季度债市震荡、股市回暖，投资收益对业绩贡献较大.....	4
<b>2.新单及 NBV 表现不佳，上市险企保费端战略分化</b> .....	<b>7</b>
2.1 前三季度保费增速较为均衡.....	7
2.2 新单保费整体承压.....	7
2.3 寿险行业代理人瓶颈和 NBV 增长乏力仍将继续，上市险企战略分化.....	8
<b>3 监管政策引导险企规范经营，开门红已拉开序幕</b> .....	<b>10</b>
3.1 2019 年前三季度政策频出，引导险企规范经营.....	10
3.2 上市险企提前布局 2020 年开门红，或迎早春.....	11
<b>4.投资建议</b> .....	<b>13</b>
<b>5.风险提示</b> .....	<b>14</b>



## 图表目录

图表 1. 2015-2019 前三季度上市险企归母净利润 .....	4
图表 2. 2015-2019 前三季度上市险企归母净利润同比增速 .....	4
图表 3. 2019 年前三季度十年国债到期收益率走势 .....	5
图表 4. 2019 年前三季度沪深 300/保险 II (申万) 指数涨幅走势 .....	5
图表 5. 2016-2019Q1-3 上市险企总投资收益率 .....	5
图表 6. 2016-2019Q1-3 上市险企净投资收益率 .....	5
图表 7. 上市险企投资资产规模 .....	6
图表 8. 2015-2019 前三季度上市险企公允价值变动净收益变动 .....	6
图表 9. 2019 年 1-9 月上市险企当月保费收入及同比增速 .....	7
图表 10. 2016-2019Q1-3 上市险企首年保费 .....	8
图表 11. 2016-2019 前三季度首年保费同比增速 .....	8
图表 12. 2018H-2019Q3 中国平安首年保费、新业务价值、新业务价值率 .....	8
图表 13. 2018H-2019Q3 中国太保个人客户业务、代理人渠道、代理人新保业务 .....	9
图表 14. 2015-2019 前三季度上市险企公允价值变动净收益变动 .....	11
图表 15. 2020 年上市险企开门红产品 .....	12
图表 16. 上市险企估值表 .....	13

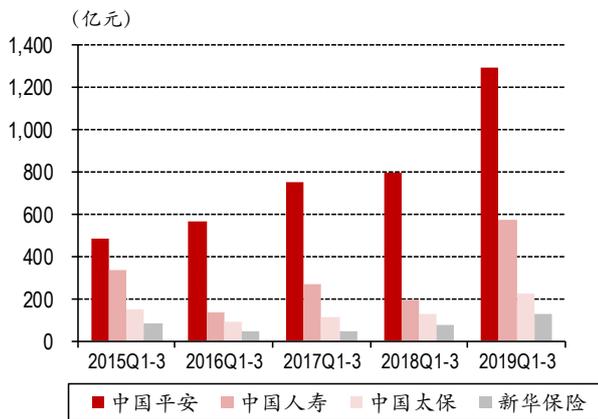
## 1. 权益市场回暖叠加减税新政，助力净利润快速增长

### 1.1 净利润整体保持快速增长，中国人寿低基数下增速最高

2019年前三季度四家上市险企合计实现归母净利润 2,231.8 亿元，同比增长 86.5%。其中，中国平安/中国人寿/中国太保/新华保险 2019 年前三季度分别实现归母净利润 1,295.7/577.0/229.1/130.0 亿元，同比增速分别为 63.2%/190.4%/80.2%/68.8%。上市险企 2019 年前三季度净利润整体保持快速增长，主要受益于权益市场回暖增厚投资收益及减税新政下所得税一次性调整。

2019 Q3 单季四家上市险企合计实现归母净利润 611.7 亿元，同比增速为 96.6%。中国平安/中国人寿/中国太保/新华保险 2019 年三季度单季分别实现归母净利润 318.9/201.0/67.3/24.5 亿元，同比增速分别为 49.7%/482.6%/50.6%/28.9%。其中，中国人寿由于去年低基数下增速最高。因会计估计变更，中国太保利润总额减少 37.4 亿元，新华保险税前利润减少 19.8 亿元。

图表 1. 2015-2019 前三季度上市险企归母净利润



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 2. 2015-2019 前三季度上市险企归母净利润同比增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

### 1.2 2019 年前三季度债市震荡、股市回暖，投资收益对业绩贡献较大

2019 年前三季度十年期国债收益率波动较大，最高至 3.43%。最低值达 3.00%。权益市场表现同比大幅改善，2019 年前三季度沪深 300 指数、保险指数涨幅分别达 28.5%及 51.2%。

2019 年前三季度权益市场表现同比向好，上市险企投资收益有所提升。2019 年前三季度中国平安/中国人寿/中国太保/新华保险分别实现年化总投资收益率 6.0%/5.7%/5.1%/4.7%，同比变动 +2.0/+2.4/+0.4/-0.1 个百分点；中国平安/中国人寿/中国太保净投资收益率分别为 4.9%/4.8%/4.8%，同比 +0.2/+0.2/0 个百分点，2019 年三季报中新华保险未披露其年化净投资收益率。

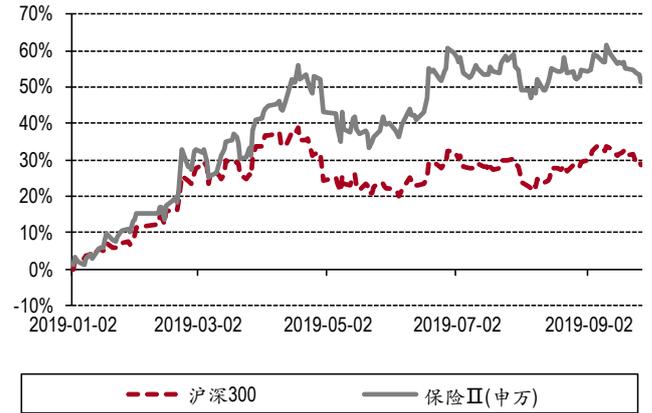
在利率下行的大趋势下，险企普遍增配长久期债券应对资产配置压力。中国平安、中国太保积极调整资产配置组合。中国人寿投资条线市场化改革深化，积极加仓固收类资产，权益类资产聚焦于业绩稳健的优质标的，高股息及高息收入助增投资收益及投资规模扩张。新华保险总投资收益率较去年同期小幅下降，主要为 AFS 类资产浮盈尚未反映至利润表。

图表 3. 2019 年前三季度十年国债到期收益率走势



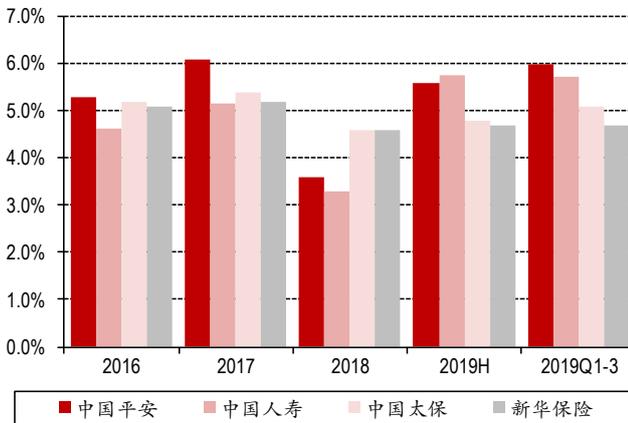
资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 2019 年前三季度沪深 300/保险 II (申万) 指数涨幅走势



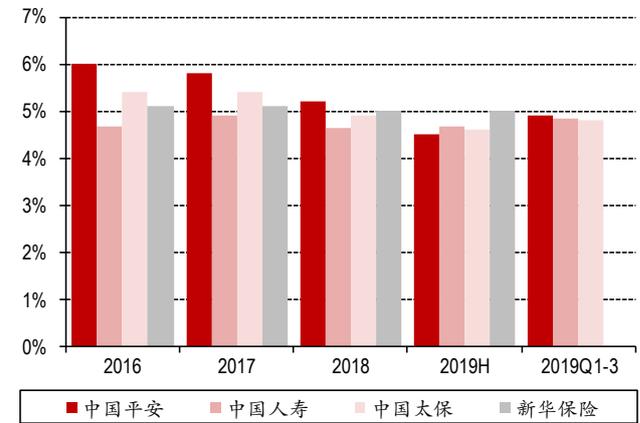
资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. 2016-2019Q1-3 上市险企总投资收益率



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 6. 2016-2019Q1-3 上市险企净投资收益率<sup>1</sup>



资料来源：公司公告，中银国际证券

2019 年前三季度上市险企投资资产规模均实现平稳增长。中国平安/中国人寿/中国太保/新华保险投资资产规模分别达 3.0<sup>2</sup>/3.4/1.4<sup>3</sup>/0.8 万亿元，较 2018 年末环比+8.6%/+10.8%/+10.0%/+12.2%。其中，中国人寿、中国太保与新华保险投资规模增长超过 10%。

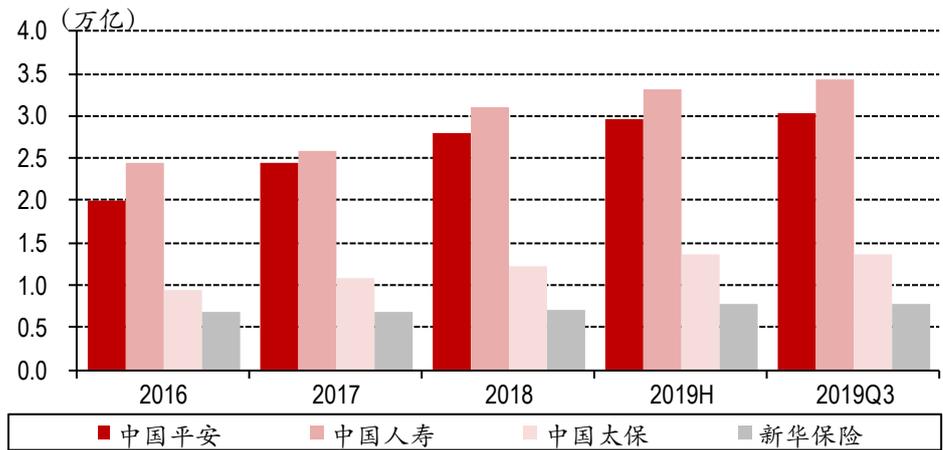
<sup>1</sup> 新华保险三季度未披露净投资收益率

<sup>2</sup> 中国平安为集团合并投资资产

<sup>3</sup> 中国太保为集团合并投资资产



### 图表 7.上市险企投资资产规模

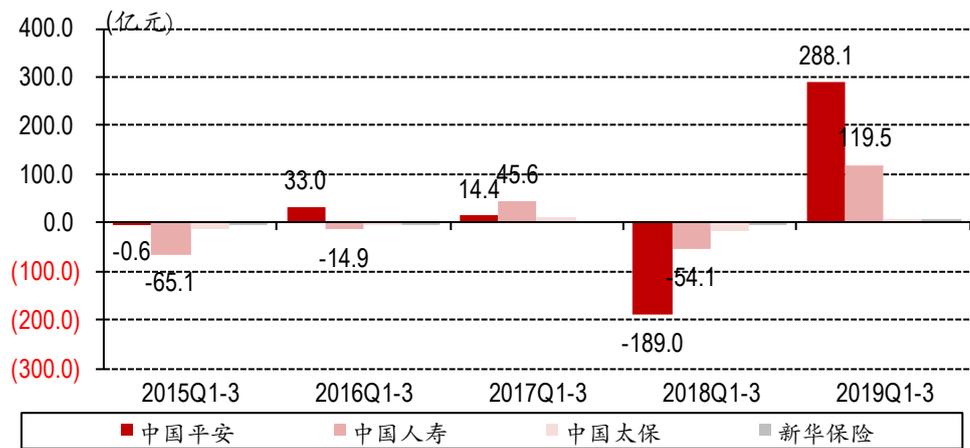


资料来源：公司公告，中银国际证券

### 公允价值变动净收益一季度由负转正后继续上升

中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险公允价值变动净收益于 2019 年 Q1 年扭负为正，并保持正向增速。2019 年前三季度分别实现 288.1/119.5/9.1/6.3 亿元。去年同期值分别为-189.0/-54.1/-18.3/-0.6 亿元。

### 图表 8. 2015-2019 前三季度上市险企公允价值变动净收益变动



资料来源：公司公告，中银国际证券

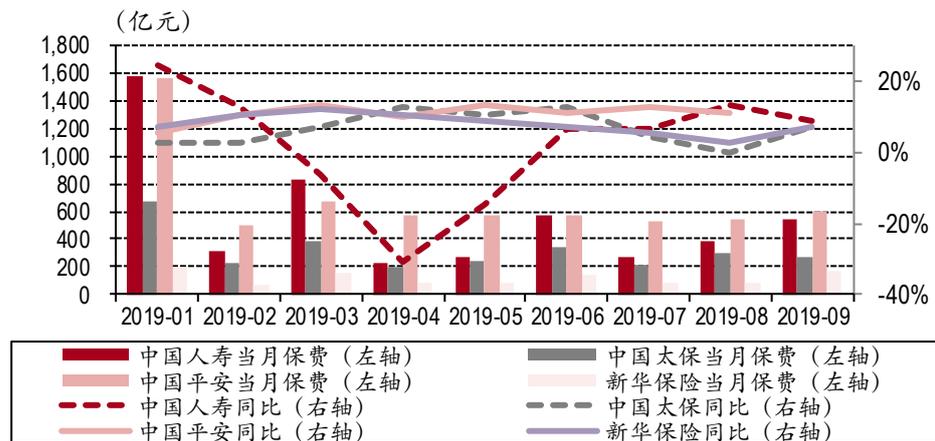
## 2. 新单及 NBV 表现不佳，上市险企保费端战略分化

### 2.1 前三季度保费增速较为均衡

根据银保监会数据统计，2019 年前三季度保险行业实现累计原保费收入 34,520 亿元，同比增长 12.6%，其中，人身险公司原保险保费收入 24,751 亿元，同比增长 13.3%，财产险公司原保险保费收入 9,768 亿元，同比增长 10.9%。

四家上市险企前三季度共实现保费收入 15,068.5 亿元，同比增长 7.9%。四家上市险企市占率为 43.7%，较 2018 年前三季度同比下降 1.9 个百分点（前值为 45.6%）。2019 年前三季度中国平安/中国人寿/中国太保/新华保险分别实现保费收入 6,150.7/4,970.5/2,868.2/1,079 亿元<sup>4</sup>，同比增速分别为 9.5%/6.1%/7.7%/7.9%。

图表 9. 2019 年 1-9 月上市险企当月保费收入及同比增速<sup>5</sup>



资料来源：公司公告，中银国际证券

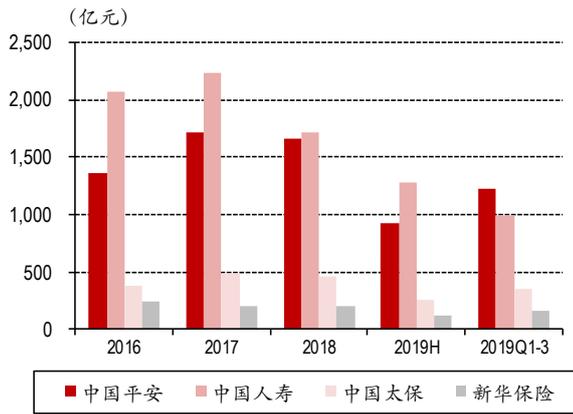
### 2.2 新单保费整体承压

2019 年前三季度各家上市险企新单保费增速出现分化，除中国人寿保持长险首年保费增长外，其余三家个险新单保费均处于下滑态势。中国平安前三季度用于计算新业务价值的首年保费为 1,222.7 亿元，同比-7.0%。中国人寿首年期交保费 990.5 亿元，同比增速为 4.7%。中国太保个险新保业务 347.3 亿元，同比-12.3%。新华保险长险首年保费 160.2 亿元，同比-7.1%。

<sup>4</sup> 中国平安及中国太保为集团保费收入口径

<sup>5</sup> 中国平安及中国太保为集团保费收入口径

图表 10. 2016-2019Q1-3 上市险企首年保费



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 11. 2016-2019 前三季度首年保费同比增速<sup>6</sup>



资料来源：公司公告，中银国际证券

2019 年前三季度中国平安及中国人寿个险代理人规模分别为 124.5 万及 166.3 万，较年初增速为-12.1% 及 15.6%。2019Q3 单季度中国平安通过代理人清核、AI 智能筛选等方式，代理人队伍减少 4.1 万人。中国人寿逆势增员叠加规模保费优势，个险新单实现正增长，且有望在 2020 年开门红进一步体现人力规模优势。

### 2.3 寿险行业代理人瓶颈和 NBV 增长乏力仍将继续，上市险企战略分化

自监管 134 号文出台后，四家上市险企持续优化自身产品结构，保障型产品占比持续提升，新业务价值率持续走高。2019 年寿险行业代理人压力进一步增加新单承压，价值率已提升较多短期继续难度较大，NBV 增长乏力仍将继续。

上市险企战略分化：1) 中国平安 Q3 推出高性价比保障型保险产品“大小福星”，与主打产品“平安福”、“安心百分百”系列，丰富不同定位的保障型产品供给。主动调整业务节奏和产品结构，代理人规模继续下降，影响新单增速承压，但价值率较高仍实现寿险及健康险业务 NBV 同比 4.5% 的增长。2) 中国人寿早于同业开展代理人清虚，2019 年代理人规模逆势增长，是唯一新单正增长的上市险企，保费的快速增长带动公司 NBV 大幅增长 20.4%。3) 中国太保 2019 年开门红略晚于同业，今年以来管理层变动公司战略布局有所调整，叠加代理人增速承压，导致拖累新单保费增速下滑 12.3%。4) 新华保险新的管理层到位后更加重视年金险销售，人力快速回升，但尚未开始释放产能。

图表 12. 2018H-2019Q3 中国平安首年保费、新业务价值、新业务价值率<sup>7</sup>

中国平安 (单位: 亿元)	2018			2019			同比增速 (%)		
	2018H	2018Q3	2018Q1-3	2019H	2019Q3	2019Q1-3	2019H	2019Q3	2019Q1-3
用于计算新业务价值的首年保费	1,005.4	310.0	1,315.4	919.1	303.6	1,222.7	(8.6)	(2.0)	(7.0)
新业务价值	392.1	170.6	562.7	410.5	177.6	588.1	4.7	4.1	4.5
新业务价值率	39.0%	N/A	42.8%	44.7%	N/A	48.1%	5.7pct	N/A	5.3pct

资料来源：公司公告，中银国际证券

<sup>6</sup> 中国人寿 2015 年三季报未披露首年保费

<sup>7</sup> 中国平安 2019 年三季报公布为寿险及健康险首年保费、新业务价值及新业务价值率



图表 13. 2018H-2019Q3 中国太保个人客户业务、代理人渠道、代理人新保业务

中国太保 (单位: 亿元)	2018			2019			同比增速 (%)		
	2018H	2018Q3	2018Q1-3	2019H	2019Q3	2019Q1-3	2019H	2019Q3	2019Q1-3
个人客户业务	1,261.2	446.5	1,707.6	1,324.0	460.9	1,784.9	5.0	3.2	4.5
代理人渠道	1,179.8	419.4	1,599.1	1,269.8	438.6	1,708.3	7.6	4.6	6.8
新保业务	292.5	103.4	395.9	263.1	84.3	347.3	(10.1)	(18.5)	(12.3)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

### 3 监管政策引导险企规范经营，开门红已拉开序幕

#### 3.1 2019 年前三季度政策频出，引导险企规范经营

**重疾经验发生率不断提高，监管组织行业启动重疾发生率表修订工作：**随着近年来重疾发病率的持续提升，保险公司承保的重大疾病经验发生率不断提高，原有重疾险的费率厘定依据重疾经验发生率表（2006-2010）已经无法提供实际的发生率。因此银保监会 2019 年 3 月下发《关于开展中国人身保险业重大疾病经验发生率表重疾发生率表修订工作有关事项的通知》，要求人身险全行业参与并成立各公司领导小组共同完成修订工作。目前已收集完行业数据，进行阶段性汇报。未来将跨行业邀请机构和专家征求意见。

**税收新政增厚 2019 年上市险企净利润：**2019 年前三季度保监会及财政部针对保险行业经营规范推出多项监管政策，从不同方面影响及引导保险公司经营策略调整。2019 年 5 月财政部推出《关于保险业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》对于寿险行业及财险行业扣税比例上调。其中，寿险方面扣税比例上调幅度更大，缓解保障型产品占比持续提升的佣金压力；财险对 2018 年缴税影响较大，未来随着费用率逐渐下降影响收窄。税收新政的一次性冲回影响增厚上市险企 2019 年净利润。

**资产负债管理+评估利率机制，防范利差损，强调资产负债匹配。**2019 年 8 月银保监会针对保险公司资产负债管理，同时推出《保险资产负债管理监管暂行办法》及《关于完善人身保险业责任准备金评估利率形成机制及调整责任准备金评估利率有关事项的通知》。其中为应对利率下行环境，监管设置评估利率与市场利率联动，减小保险公司利差损风险。引导险企审慎制定年金险定价利率，防范保险公司为短期冲击保费规模推出高预定利率的年金险产品，直接改善保险公司负债端。保险资产负债管理办法则强调保险资产负债匹配三项原则，包括期限结构匹配、成本收益匹配和现金流匹配。两项监管政策，同时影响保险公司负债端产品结构及资产负债联动，防范利差损，年金险新产品预定利率上限从 4.025% 降至 3.5%。

**银保渠道严监管，佣金独立核算，如实列支，对险企银保渠道布局也产生影响。**2019 年 8 月银保监会推出《商业银行代理保险业务管理办法》，严控银保渠道销售人员佣金核算，要求如实列支；要求银保渠道销售人员不得混淆销售保险产品及其他产品。对险企银保渠道布局也产生影响。

图表 14. 2015-2019 前三季度上市险企公允价值变动净收益变动

时间	文章名称	重点内容
2019/3	《关于开展中国人身保险业重大疾病经验发生率表、重疾发生率表修订工作有关事项的通知》	<b>要求人身险全行业参与并成立各公司领导小组共同完成重疾发生率的修订。</b> 修订内容包括： <b>1) 四项编制基本目标：</b> 标准重疾的合计发生率表、核心重疾病种的单病种表、核心轻症病种的合计发生率表及因重疾死亡比例表； <b>2) 五项扩展任务：</b> 重疾生存率表、多次重疾发生率研究、不同定义下发生率差异研究、细分维度编表研究、国际重疾发生率研究。
2019/5	《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》	<b>保险行业扣税比例上调，显著提升净利润：</b> 保险企业发生与其经营活动有关的手续费及佣金支出，不超过当年全部保费收入扣除退保金等后余额的 18%（含本数）的部分（此前寿险 10%；财险 15%），在计算应纳税所得额时准予扣除；超过部分，允许结转以后年度扣除。
2019/8	《保险资产负债管理监管暂行办法》	<b>1) 强调资产负债匹配：</b> 强调保险公司资产负债管理应包含期限结构匹配、成本收益匹配和现金流匹配等方面； <b>2) 强调健全资产负债体系：</b> 与能力评估规则和量化评估规则的具体内容相对应。
2019/8	《商业银行代理保险业务管理办法》	<b>1) 佣金独立核算，不得以保费收入抵扣：</b> 银行代理销售的保险产品应符合银保监会保险产品审批管理要求。银行对保险代理业务应当进行单独核算，对不同保险公司的代收保费、佣金进行独立核算，不得以保费收入抵扣佣金； <b>2) 如实合理列支保险销售从业人员佣金：</b> 商业银行对取得的佣金应当如实全额入账，加强佣金集中管理，合理列支其保险销售从业人员佣金； <b>3) 不得混淆销售保险产品：</b> 不得有包括将保险产品与储蓄存款、基金、银行理财产品等产品混淆销售。
2019/8	《关于完善人身保险业责任准备金评估利率形成机制及调整责任准备金评估利率有关事项的通知》	<b>1) 评估利率与市场利率联动，利率下行趋势下利差损风险减小：</b> 设立人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会，定期研究讨论评估利率调整的必要性及其影响；优化人身保险业责任准备金评估利率形成机制； <b>2) 引导险企审慎制定年金定价利率：</b> 对 2013/8/5 后签发的普通型养老金或 10 年以上的普通型长期年金，将责任准备金评估利率上限由年复利 4.025% 和预定利率的小者调整为年复利 3.5% 和预定利率的小者，其他险种的评估利率要求维持不变。

资料来源：银保监会及财政部，中银国际证券

### 3.2 上市险企提前布局 2020 年开门红，或迎早春

临近年底，上市险企提前布局 2020 年开门红销售，但态度出现分化。中国人寿 11 月率先开始预售，以 3 年交费期间和 10 年保险期间的年金保险产品“鑫享至尊”升级版为主打，保险期相较于原有 15 年缩短为 10 年。该产品为高现价产品，有望短期内提升保费规模。并且高现价年金产品利于代理人迅速展业，有望迅速提升代理人佣金收入及举绩率。

中国平安继续淡化开门红销售，力促全年保费收入平衡。中国平安预计仍以 3.5% 定价的 15 年定期年金险；中国太保计划限售 3.5% 定价的 15 年定期年金“鑫享福”，产品在原有基础上做出升级。

新华保险 2020 年开门红为年金及各种产品并举，规模与价值并重。银保渠道计划投入一定比例有限额的趸交产品，以满足银保渠道财富管理需求。新华保险设定分渠道开门红保费收入目标，计划 2020 年开门红期间（1-3 月）保费收入达到银保渠道全年保费收入 40% 左右。代理人渠道通过重力代理人培训，力求开门红期间代理人产能释放，计划投入产品为 4.025% 的定期年金“惠添富”+鑫享一生终身分红年金保险产品。



图表 15. 2020 年上市险企开门红产品

公司	重要产品	产品类型	产品形态 定价利率	保险期限	与 2019 年产品相比
中国平安	金瑞人生	分红型年金险	NA	15 年	与 19 年开门红产品类似
	金玺人生	分红型年金险		终身	
	财富金尊	分红型年金险		终身	
中国人寿	鑫享至尊	普通年金险	3.50%	交费期间: 3 年 保险期间: 10 年	19 年开门红主打产品的升级版
中国太保	鑫享福	定期年金	3.50%	交费期间: 3/5 年	产品较去年更有吸引力
	鑫满意	分红年金		保险期间: 15 年期满	
新华保险	惠添富	定期年金	4.025%	交费期间: 3/5 趸交	产品较去年更有吸引力
	鑫享一生	分红年金		保险期间: 终身	

资料来源: 公司业绩会, 中银国际证券

## 4. 投资建议

- 1) 2019 年前三季度受税收新政调整影响，叠加投资收益正向推动，三季度上市险企净利润维持稳定释放。个险团队人力下滑，寿险行业代理人增员速度放缓，新单表现不佳。上市险企通过配置中长期债券达到资产负债匹配需求。长期来看，低利率环境对保险行业影响深远，险企需要寻求更为多元化和符合资产负债久期匹配的投资策略；
- 2) 19 年以来代理人增员和留存压力继续加大，新单表现不佳。临近年底，上市险企提前布局 20 年开门红销售，但态度出现分化。人寿率先开始预售，以 3 年交费期间和 10 年保险期间的年金保险产品为主打；平安继续淡化开门红销售，力促全年保费收入平衡；太保计划限售 3.5% 定价的 15 年定期年金“鑫享福”，产品在原有基础上做出升级；新华以年金险及保障型产品并举。短期推荐 2019 年业绩领跑且开门红率先布局的中国人寿。

图表 16. 上市险企估值表

代码	公司	股价		2017	2018	2019E	2020E	2021E	评级
601628.SH	中国人寿	35.8	EVPS	25.97	28.13	34.97	40.90	47.68	增持
			P/EV	1.38	1.27	1.02	0.88	0.75	
			NBVPS	2.13	1.75	2.07	2.33	2.66	
			NBVX	16.83	20.44	17.34	15.35	13.48	
601318.SH	中国平安	90	EVPS	43.02	54.84	67.01	80.02	95.20	买入
			P/EV	2.09	1.64	1.34	1.12	0.95	
			NBVPS	3.68	3.95	4.16	4.50	5.15	
			NBVX	24.43	22.76	21.65	20.01	17.49	
601601.SH	中国太保	36.14	EVPS	31.58	37.09	42.19	48.21	56.21	增持
			P/EV	1.14	0.97	0.86	0.75	0.64	
			NBVPS	2.95	2.99	2.85	2.93	3.03	
			NBVX	12.26	12.08	12.70	12.32	11.93	
601336.SH	新华保险	49.28	EVPS	49.20	55.51	63.22	71.80	82.58	增持
			P/EV	1.00	0.89	0.78	0.69	0.60	
			NBVPS	3.87	3.91	3.80	3.84	3.96	
			NBVX	12.74	12.59	12.97	12.82	12.45	
<b>行业平均 PEV</b>				<b>1.19</b>	<b>1.00</b>	<b>0.86</b>	<b>0.73</b>		

资料来源：万得，中银国际证券

\*以 2019 年 11 月 6 日收市价为标准

## 5. 风险提示

- 1) **保障型保险产品保费增速不及预期：**保障型保险产品侧重于价值提升，2019 年上市险企采用代理人增员、修改基本法激励措施、代理人考核引导等方式继续加强保障型保险产品销售，但整体保障型产品转型与市场接受度具有不确定性。
- 2) **代理人规模及人力产能未如期释放：**2019 年保险行业内代理人增员承压。上市险企通过修改代理人基本法、提升代理人薪酬刺激等方式增加招募吸引力；加大代理人内部培训及打通上升通道等方法提升人力产能，但代理人规模及人力产能稳定释放仍具有不确定性。
- 3) **开门红销售增速不及预期：**开门红销售主打产品年金险与往期相比，部分产品缴费期险缩短，市场接受程度尚待观察，开门红销售增速具有不确定性。
- 4) **市场波动对投资收益、估值的双重影响：**保险资产端受权益市场影响，中美贸易关系带来的权益类市场波动影响，对于保险权益投资及估值具有双重影响。
- 5) **利率下行带来的险企投资不确定性：**保险资金端因风险偏好影响，重点配置固定利率债券产品，目前宏观环境存在不确定性，若利率下行将对保险行业带来较大影响。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371