

# 保险

## 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

证券研究报告

2019 年 09 月 02 日

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-行业点评:中报高增长预期逐步兑现》 2019-07-31
- 《保险-行业深度研究:保险股估值的国际比较与影响因素探析——基于美国、日本、英国、中国台湾、中国香港的经验》 2019-07-22
- 《保险-行业专题研究:中报前瞻:利润增速有望超预期,预计3季度寿险保费端增长趋势向好》 2019-07-09

**利润:** 1) 2019 年上半年保险公司利润高速增长的主要原因在于税收新政利好以及投资收益同比向好。平安、国寿、太保、新华归母净利润分别同比增长 68.1%、128.9%、96.1%和 81.8%，其中 2 季度单季分别同比增长 61.0%、298.1%、137.7%和 125.0%。上半年扣除非经常性损益(2018 年汇算清缴返还的税收)的净利润同比增速分别为 50.6%、96.4%、38.1%、49.1%。2) 剩余边际余额是保险公司长期稳定的利润来源，19 年 6 月末平安、国寿、太保、新华的剩余边际余额分别较年初增长 10.3%、8.5%、10.5%和 6.5%。上半年平安寿险剩余边际摊销额同比增长 21.8%，占税前营运利润比例为 65%，占年初剩余边际余额为 4.6%，占比下降，我们预计由近两年 NBV 增速下降带来。3) 受股市同比向好影响，保险公司投资情况优于去年同期，平安、国寿、太保、新华的综合投资收益率分别为 5.5%、8.7%、5.9%和 6.4%，分别同比+1.5pct、+4.6pct、1.1pct、2.6pct。4) 2019 年上半年平安、国寿、太保、新华会计估计变更对税前利润的影响分别为+21 亿、-21 亿、-38 亿和+7 亿，我们判断国寿、太保调整了折现率之外的精算假设，使其更加谨慎。5) 2019 年 6 月末平安、国寿、太保、新华的归母股东权益分别较年初增长了 12.4%、15.7%、8.7%和 16.8%。

**内含价值:** 中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的内含价值分别较年初增长 11.0%、11.5%、8.6%和 10.5%；不考虑分红的 EV 增速则分别为 13.1%、12.1%、11.3%和 11.9%。平安、国寿、太保、新华的 NBV/期初寿险 EV 分别为 8.1% (不含分散效应占比为 6.7%)、4.3%、5.8%和 3.4%，说明平安、太保的 EV 成长性更好。2) 各公司 NBV 及有效业务价值对于投资回报的敏感性同比有所提升，预计由传统险占比提升、分红险占比下降带来，分红险的预定利率低于传统险。投资回报率假设提高 50 个 bp 对平安寿险、太保寿险、新华、国寿 NBV 的影响程度分别为 10.1%、15.4%、13.5%、19.3%，对于有效业务价值地影响程度分别为 11.5%、15.8%、18.2%、17.9%，说明平安寿险 NBV 和有效业务价值相对于投资回报率假设的弹性最低，即稳定性最强。

**寿险:** 1) 平安、国寿、太保、新华、人保寿的 NBV 分别同比增长 4.7%、22.7%、-8.4%、-8.7%、25.6%，太保 NBV 增速呈改善趋势，而平安、国寿 NBV 增速较 1 季度放缓。2) 国寿、平安、人保寿险 NBV 同比增长主要由 NBV margin 提升带来，而新华、太保 margin 有所下降。平安、国寿、太保、新华、人保寿的 NBV Margin 分别为 44.7%、27.2%、39.0%、37.9%、9.3%，分别同比+4.8pct、+5.7pct、-2.4pct、-12.5pct、+2.5pct。3) 寿险代理人规模增长情况出现分化。国寿、新华代理人规模同比增长 9.2%、15.6%，平安、太保代理人规模同比下滑 8.1%、11.0%。太保人均首年保费同比增长 5.0%，平安、新华、国寿的代理人人均保费同比均有所下滑。但太保、国寿核心销售人力保持稳定，平安代理人价值创造能力提升，人均 NBV 同比增长 8.5%。

**财险:** 2019 年上半年财产险保费增速保持平稳，人保财险、平安产险、太保产险 2018 年保费收入分别同比增长 15.1%、9.7%和 12.5%，非车险保费占比分别同比提升 5.7pct、0.5pct、4.7pct，其中人保财险非车险占比最高，达 46.0%。人保财险、平安产险、太保产险 2018 年综合成本率分别为 97.6%、96.6%、98.6%，分别同比+1.5pct、+0.8pct、-0.1pct。各公司费用率均呈下降趋势，主要由手续费率下降带来，赔付率均有所提升，主要受暴雨等重大自然灾害及非洲猪瘟等疫情，及分母(已赚保费)下降的影响。

**下半年投资建议:** 短期来看，各公司新单保费和 NBV 增速趋势向好。我们预计下半年上市公司寿险保费增长压力小于 2 季度，NBV 增长呈好转趋势，主要得益于公司架构调整等短期影响逐步消除及多款新的保险产品上市推动。长期来看，大型公司在二线城市大众市场受到的竞争冲击更大，竞争压力来自于互联网保险和中小保险公司、外资公司。一线城市的高端市场、县域市场受到的冲击则显著较弱，发展空间很大。代理人渠道仍是创造高价值的渠道，销售复杂的保险产品需要温度和耐心，代理人难以被线上渠道取代。代理人队伍经历几年的高速发展，整体质量并未明显提升。在外部竞争压力加剧后，现有的队伍质量难以应对。居民的信任度正在从原来的“缘故”转向“专业”，因此提升队伍专业度是巩固渠道优势的最重要方向。代理人专业度提升主要来自于优增、专业培训、分级分类管理，大型公司的代理人转型正在向这一方向进行。截至 8 月 30 日，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险 2019 年 PEV 分别为 1.32、0.88、0.86、0.75 倍，处于历史估值低位。当前估值已充分反映长端利率下行预期，具有较高的安全边际。推荐中国平安、中国太保、中国财险 h、关注人保集团 h。

**风险提示:** 代理人增长不及预期；保障型产品销售不及预期；长端利率下行超预期

## 重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2019-08-30	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601318.SH	中国平安	87.32	买入	5.88	9.04	10.88	12.96	14.85	9.66	8.03	6.74
601601.SH	中国太保	37.80	买入	1.99	3.36	3.77	4.55	18.99	11.25	10.03	8.31
02328.HK	中国财险	8.99	买入	0.70	1.02	1.24	1.53	11.66	7.97	6.56	5.30

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 内容目录

<b>1. 中报净利润合计同比增长 82.9%，其中 Q2 单季同比 89.8%，主要源自于税收利好及投资收益同比向好</b> .....	5
1.1. 平安、国寿、太保、新华 2019 年上半年归母净利润分别同比增长 68%、129%、96%、82%.....	5
1.2. 剩余边际摊销：剩余边际余额合计较年初增长 9.3%，平安剩余边际摊销同比增长 21.2%.....	7
1.3. 受股市同比向好影响，保险公司投资情况优于去年同期.....	8
1.4. 会计估计变更：各公司会计估计变更的方向有所差异.....	11
1.5. 平安、国寿、太保、新华 2019 年 6 月末净资产分别较年初增长了 12.4%、15.7%、8.7%和 16.8%.....	12
<b>2. 2019 年上半年内含价值：EV 合计较年初增长 15.4%</b> .....	12
2.1. 平安、国寿、太保、新华 2019 年 6 月末 EV 分别较年初增长 11.0%、11.5%、8.6%和 10.5%.....	12
2.2. 内含价值稳定性：平安>太保>国寿>新华.....	14
<b>3. 2019 年上半年寿险：NBV 合计同比增长 7.0%，增长表现有所分化</b> .....	14
3.1. 2019 年中期平安、国寿、太保、新华、人保寿险 NBV 分别同比增长 4.7%、22.7%、-8.4%、-8.7%、25.6%.....	14
3.2. NBV margin 变化各公司有所差异.....	15
3.3. 销售队伍规模增长继续放缓或下滑，人均产能出现分化.....	16
<b>4. 2019 上半年产险：保费增长保持平稳，业务结构优化，手续费率改善显著</b> .....	17
<b>5. 下半年投资策略</b> .....	18
5.1. 看好下半年新单保费和 NBV 增速趋势向好.....	18
5.2. 中长期来看，市场竞争加剧，提升代理人专业度是巩固大公司优势的重要方向.....	18
5.3. 下半年综合成本率将迎来下降拐点.....	19
5.4. 估值.....	19

## 图表目录

图 1：上市公司净利润（单位：亿）.....	5
图 2：归母扣除非经常性损益的净利润（单位：亿）.....	6
图 3：集团归母营运利润（亿）.....	6
图 4：寿险营运利润（亿）.....	6
图 5：上市公司剩余边际余额（单位：亿）.....	7
图 6：平安剩余边际摊销.....	7
图 7：上市公司总投资收益率.....	8
图 8：上市公司 2019 年上半年投资收益率.....	8
图 9：2019 年上半年股市涨跌情况.....	9
图 10：2018 年上半年股市涨跌情况.....	9
图 11：10 年期国债收益率（%）.....	9
图 12：2019 年上半年债券指数涨跌幅.....	10
图 13：2018 年上半年债券指数涨跌幅.....	10

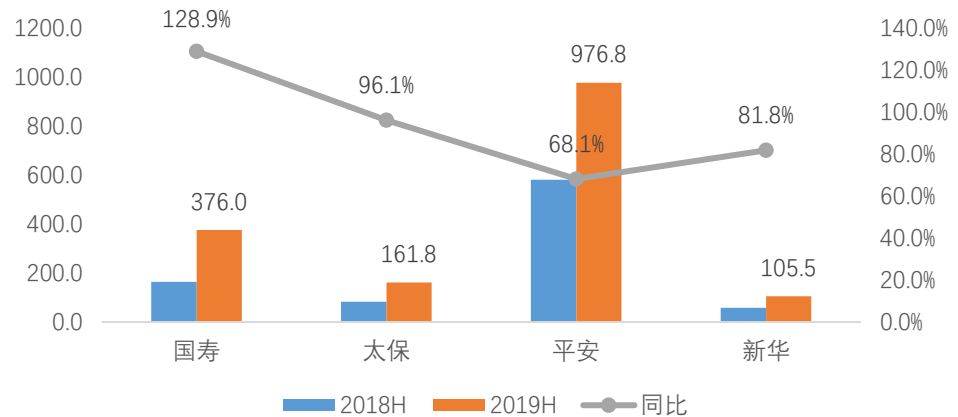
图 14: 上市公司投资资产大类配置.....	11
图 15: 会计估计变更对税前利润的影响 (百万元) .....	11
图 16: 上市公司归母净资产 (单位: 亿元) .....	12
图 17: 上市公司内含价值 (单位: 百万) .....	12
图 18: 上市公司 NBV 增速 .....	13
图 19: NBV/寿险期初 EV .....	14
图 20: 有效业务价值敏感性分析 (假设投资收益率上升 50bps) .....	14
图 21: NBV 敏感性分析 (假设投资收益率上升 50bps) .....	14
图 22: 上市公司 NBV (单位: 百万) .....	15
图 23: 2019Q1/Q2NBV 同比增速 .....	15
图 24: 上市公司 NBV margin.....	16
图 25: 健康险/长期保障型产品新单占比.....	16
图 26: 代理人规模 (万) .....	17
图 27: 代理人人均保费 (元) .....	17
图 28: 产险保费收入增速 .....	17
图 29: 保费结构变化.....	18
图 30: 综合成本率 .....	18
图 31: PEV 估值 .....	20
表 1: 上市公司分季度归母净利润 .....	5
表 2: 上市公司分季度归母扣除非经常性损益的净利润.....	6
表 3: 上市公司资产配置.....	10
表 4: 寿险内含价值变动.....	13

## 1. 中报净利润合计同比增长 82.9%，其中 Q2 单季同比 89.8%，主要源自于税收利好及投资收益同比向好

### 1.1. 平安、国寿、太保、新华 2019 年上半年归母净利润分别同比增长 68%、129%、96%、82%

2019 年上半年中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险分别实现归母净利润 977 亿元、376 亿元、162 亿元和 106 亿元，分别同比增长 68.1%、128.9%、96.1%和 81.8%，其中 2 季度单季净利润分别同比增长 61.0%、298.1%、137.7%和 125.0%。2019 年上半年保险公司利润高速增长的主要原因在于税收新政利好以及投资收益同比向好。

图 1：上市公司净利润（单位：亿）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

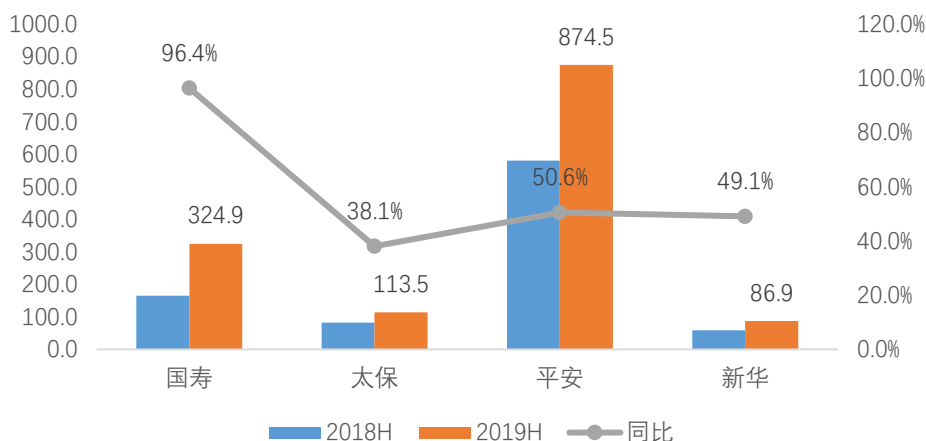
表 1：上市公司分季度归母净利润

单位：亿元	2018Q1	2019Q1	同比	2018Q2	2019Q2	同比
国寿	135.2	260.3	92.6%	29.1	115.7	298.1%
太保	37.5	54.8	46.1%	45.0	107.0	137.7%
平安	257.0	455.2	77.1%	323.9	521.6	61.0%
新华	26.1	33.7	29.1%	31.9	71.8	125.0%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

**税收新政利好是上半年利润高速增长的主要原因。**5 月 29 日，财政部发布《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》，新政策有 2 点变化：一是，产险和寿险公司的手续费抵税比例上限分别从保费收入（扣减退保金后）的 15%、10%提升至 18%；二是，新政策新增规定“超过部分，允许结转以后年度扣除”。三是，2018 年度汇算清缴按照本公告规定执行。税收政策利好包括两方面：一方面，保险公司手续费率税前可抵扣比例提升，将减轻 19 年税负；另一方面，2018 年因佣金超支多交的部分所得税可用于冲抵 2019 年所得税。各公司将 2018 年汇算清缴返回的所得税计入“非经常性损益”项目，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险分别有约 102 亿、51 亿、48 亿、19 亿的税收返还，上半年扣除非经常性损益的净利润同比增速分别为 50.6%、96.4%、38.1%、49.1%，2 季度单季同比增速分别为 29.3%、118.3%、31.2%、66.7%。

图 2：归母扣除非经常性损益的净利润（单位：亿）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

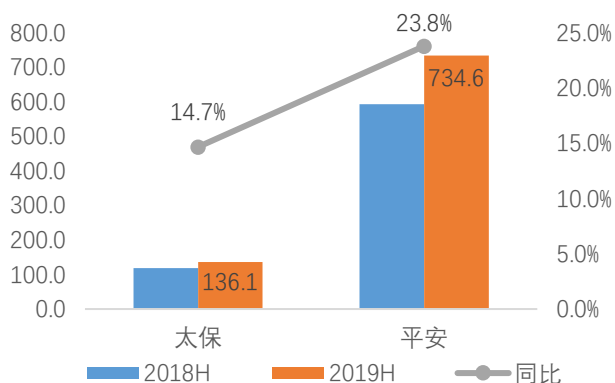
表 2：上市公司分季度归母扣除非经常性损益的净利润

单位：亿元	2018Q1	2019Q1	同比	2018Q2	2019Q2	同比
国寿	135.9	260.5	91.7%	29.5	64.4	118.3%
太保	37.5	54.9	46.3%	44.7	58.6	31.2%
平安	257.0	455.8	77.4%	323.9	418.7	29.3%
新华	26.2	33.5	27.6%	32.1	53.5	66.7%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

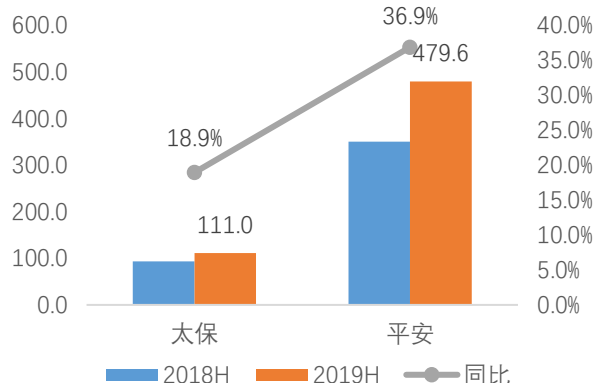
平安和太保均披露了营运利润，剔除短期投资波动、评估假设变动影响、一次性重大项目调整。营运利润水平更加稳定，更能反映保险公司长期、稳定的盈利能力。平安、太保 2019 年上半年集团归母营运利润分别同比增长 23.8%、14.7%，寿险业务营运利润分别同比增长 36.9%、18.9%。

图 3：集团归母营运利润（亿）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 4：寿险营运利润（亿）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

寿险公司会计利润= 剩余边际摊销+ 投资偏差+ 营运偏差+ 会计估计变更的影响。其中“剩余边际摊销”是长期稳定的利润来源；“投资偏差”（即投资收益情况）和“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；“营运偏差”（费用、赔付、退保等经营层面因素）的规模一般较小。

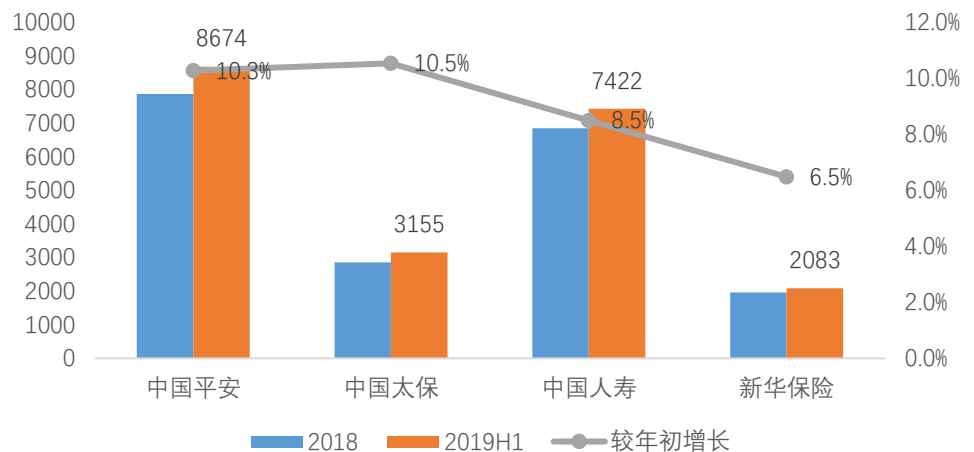
## 1.2. 剩余边际摊销：剩余边际余额合计较年初增长 9.3%，平安剩余边际摊销同比增长 21.2%

剩余边际是保单未来年度利润的现值，能够为未来提供稳定的利润来源。2019 年 6 月末中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的剩余边际余额分别为 8674 亿、7422 亿、3155 亿和 2083 亿元，分别较年初增长 10.3%、8.5%、10.5%和 6.5%。期末剩余边际= 期初剩余边际+ 新业务贡献+ 预期利息增长+ 营运偏差-剩余边际摊销，“剩余边际余额”和“内含价值”具有内在一致性，因此各公司剩余边际余额增长的差异与 EV 增长的差异基本一致。

但剩余边际和 EV 基于两套不同的精算假设，EV 需考虑资本成本，而剩余边际不需考虑资本成本，因此资本成本是造成剩余边际增长和寿险 EV 增长出现背离的重要因素。剩余边际增长太保>平安>国寿>新华，而寿险 EV 增长平安>国寿>新华>太保。平安、太保、国寿、新华的资本成本较年初分别增长 5%、22%、10%、8%，太保资本成本大幅增长是其 EV 增长慢于其他公司的原因之一。

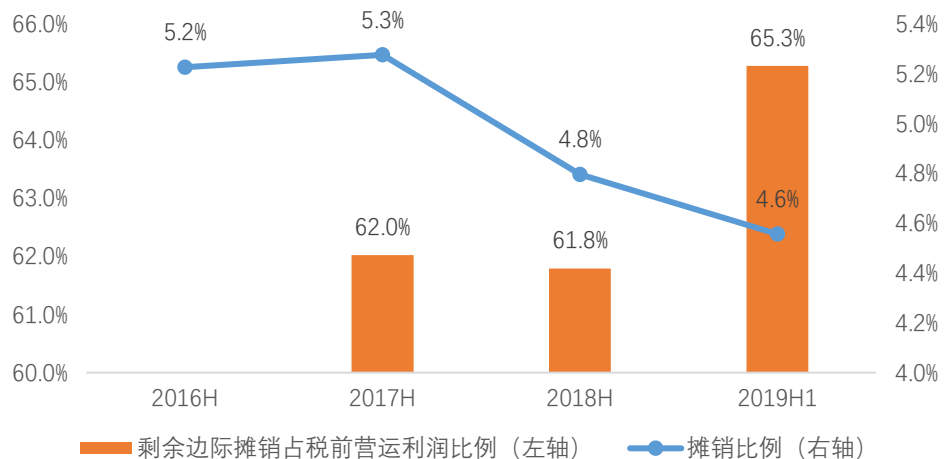
剩余边际摊销是当年利润的核心来源，2019 年上半年平安寿险剩余边际摊销 358 亿元，同比增长 21.8%，占税前营运利润比例为 65%。2016H-2019H，平安寿险剩余边际摊销规模/年初剩余边际余额分别为 5.2%、5.3%、4.8%、4.6%，我们预计 2019H 该比例下降由近两年 NBV 增速下降带来（高 Margin 保障型产品的剩余边际摊销初始速度快）。

图 5：上市公司剩余边际余额（单位：亿）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 6：平安剩余边际摊销



资料来源：公司财报，天风证券研究所

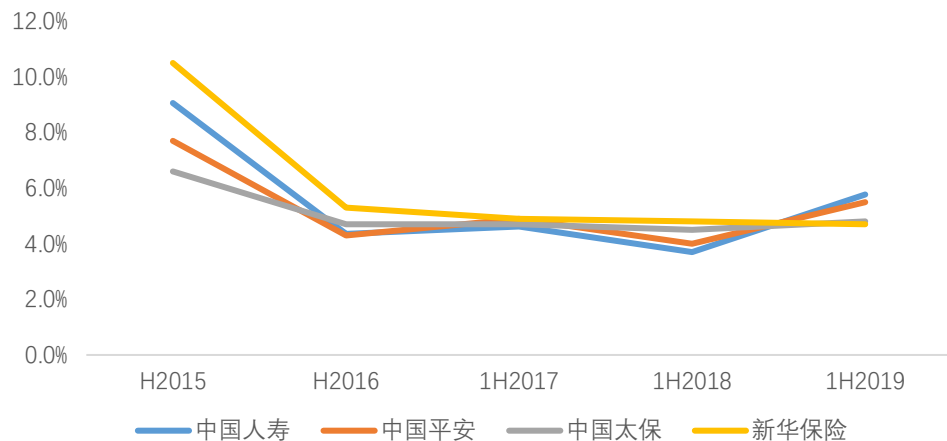


### 1.3. 受股市同比向好影响，保险公司投资情况优于去年同期

2019 年上半年，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的总投资收益率分别为 5.5%、5.8%、4.8%和 4.7%，分别同比+1.5pct、+2.1pct、+0.3pct 和-0.1pct。在 I39 准则下，考虑可供出售金融资产的浮盈，国寿、太保、新华的综合投资收益率分别为 8.7%、5.9%和 6.4%，分别同比+4.6pct、+1.1pct、+2.6pct。另外，平安、太保仅将投资收益中的固定息投资利息收入及投资性房地产租金收入年化处理，而国寿、新华将投资收益简单年化处理，是新华和国寿的综合投资收益率高于平安、太保的原因之一。

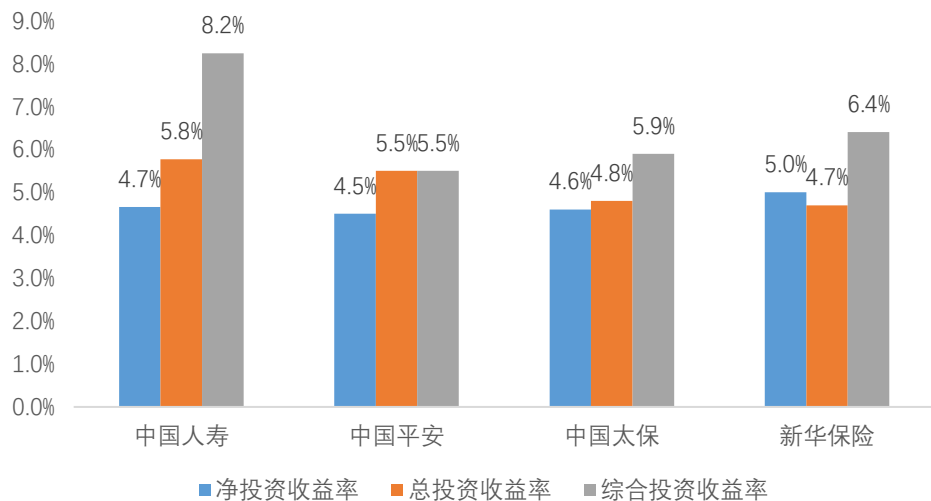
2019 年上半年保险公司总投资收益率及综合投资收益率整体提升的主要原因在于权益市场上涨。今年上半年沪深 300 指数和恒生国企指数分别上涨 29%、11%，而 2018 年上半年分别下跌 14%、8%。债券市场方面，2019 年上半年中债总全价指数、国债总全价指数分别下跌 0.6%、0.9%，而 2018 年上半年均上涨 3%，但保险公司的债券大部分持有至到期，因此债市下跌对利润的影响相对有限。2019 年上半年 10 年期国债收益率均值为 3.21%，较去年同期下降了 54bps，由于新配固收资产占可投资资产比例较小，对于当期投资收益的影响有限。

图 7：上市公司总投资收益率



资料来源：公司财报，天风证券研究所

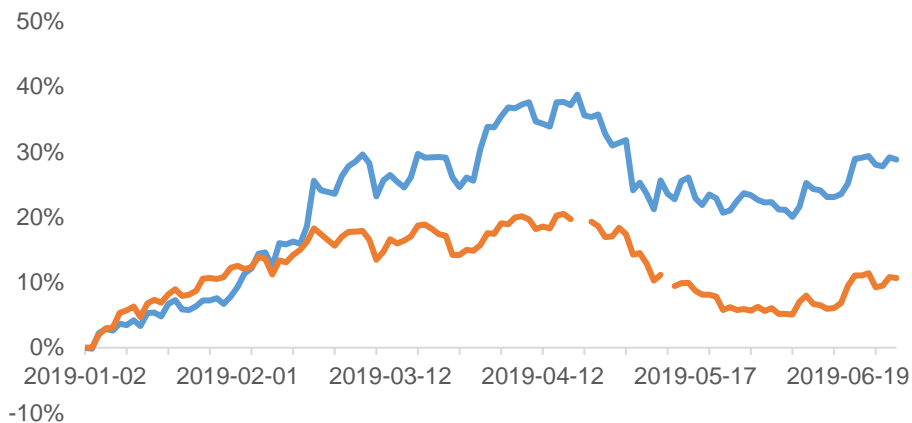
图 8：上市公司 2019 年上半年投资收益率



资料来源：公司财报，天风证券研究所

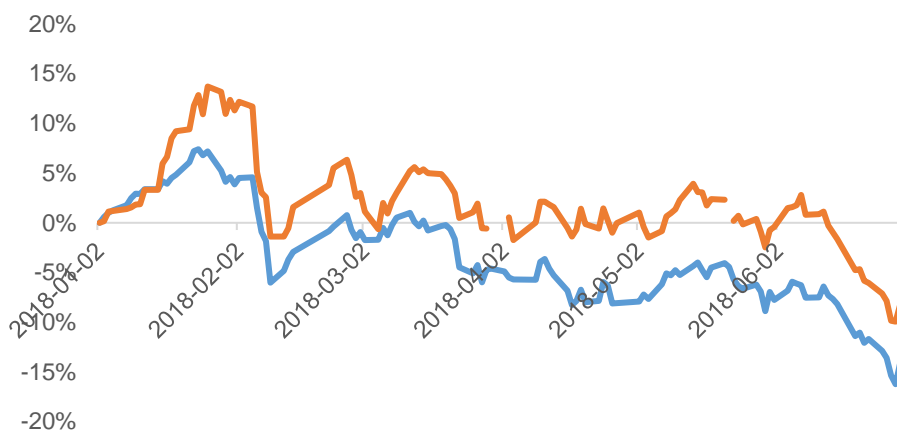


图 9：2019 年上半年股市涨跌情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：2018 年上半年股市涨跌情况



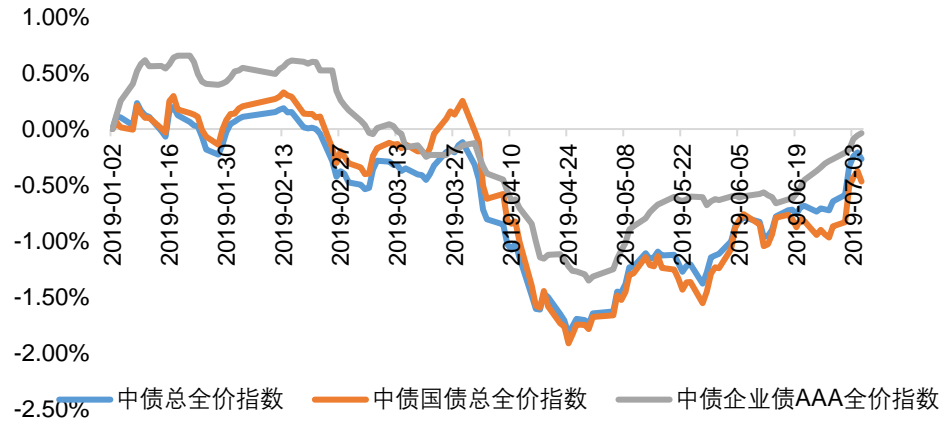
资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：10 年期国债收益率 (%)



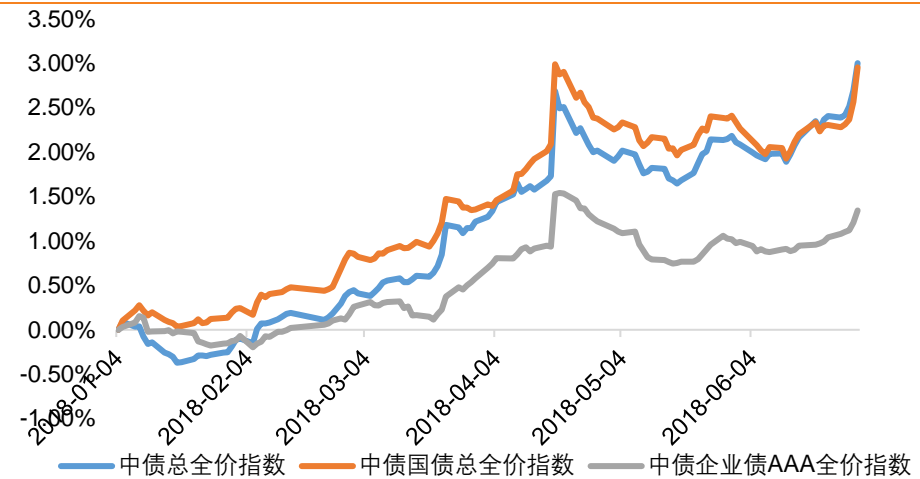
资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：2019 年上半年债券指数涨跌幅



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：2018 年上半年债券指数涨跌幅



资料来源：wind，天风证券研究所

综合投资收益率充分反应保险公司投资浮盈浮亏的影响，与大类资产占比的相关性较高。在 2019 年权益市场上涨、债市下跌的环境下，理论上股票和基金的占比越高，综合投资收益率越高；固收类资产占比越高，综合投资收益率越低。国寿、新华、平安的股票和权益型基金占可投资资产比例在 10%-11%，而太保的股票和权益型资产占比仅 7.4%，其综合投资收益率较国寿、新华低。

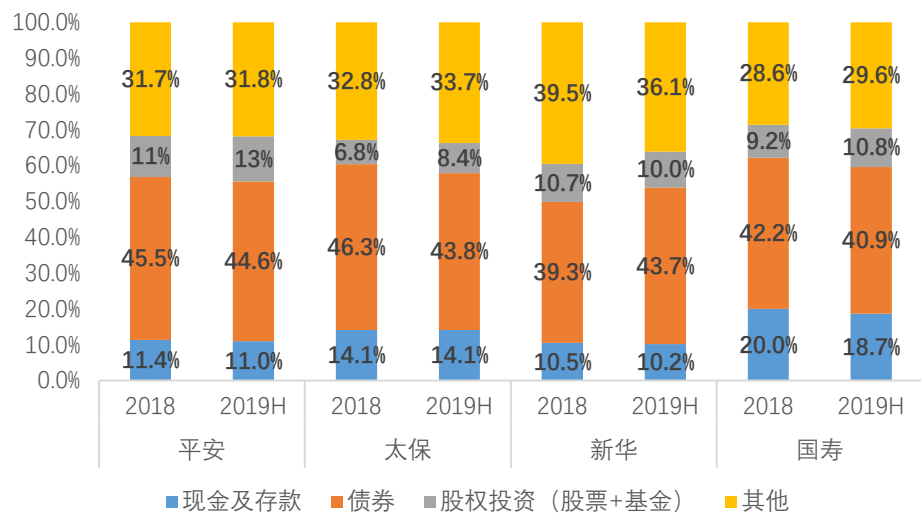
在大类资产配置变化方面，在权益市场上涨、债券收益率下行情况下，除新华外，其他公司股票+基金占比均提升，债券占比下降，非标配置略有提升。而新华权益资产配置、非标配置有所下降，增加了债券配置。

表 3：上市公司资产配置

	平安		太保		新华		国寿	
	2018	2019H	2018	2019H	2018	2019H	2018	2019H
固定收益类	72.5%	75.3%	83.1%	82.6%	75.0%	75.9%	77.6%	75.8%
权益类	17.2%	18.8%	12.5%	13.7%	16.6%	15.8%	13.7%	15.4%
其中：股票和权益型基金	9.9%	11.0%	5.7%	7.4%	10.7%	10.0%	9.2%	10.8%
现金、现金等价物及其他	10.3%	5.9%	4.4%	3.7%	8.5%	8.3%	8.8%	8.8%

资料来源：公司财报，天风证券研究所；注：新华股票中含少量优先股，新华、国寿基金未区分股权型和债权型

图 14：上市公司投资资产大类配置



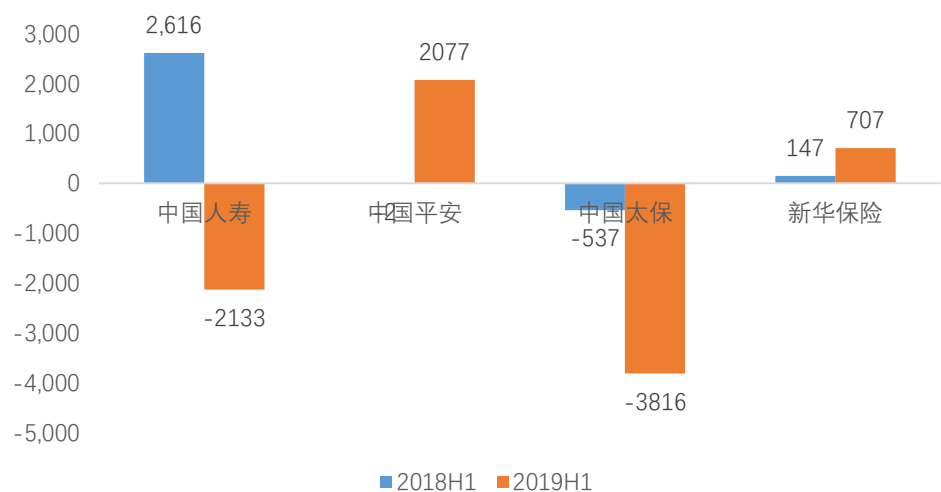
资料来源：公司财报，天风证券研究所

#### 1.4. 会计估计变更：各公司会计估计变更的方向有所差异

保险合同准备金的计提受折现率、死亡率和发病率、费用率、退保率、保单红利等精算假设影响，这些精算假设的调整（即“会计估计变更”）会导致准备金的多提或少提，从而直接利润。其中传统险准备金折现率假设 = “750 天移动平均国债收益率曲线” + 综合溢价，是影响准备金计提的重要因素，2019 年上半年 750 天移动平均国债收益率曲线处于上行区间，理论上准备金计提会减少从而增加利润。而部分公司调整了折现率之外的精算假设，使得准备金计提增加。

2019 年上半年中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险会计估计变更对税前利润的影响分别为+21 亿元、-21 亿元、-38 亿元和+7 亿元，而 2018 年上半年分别为-0.02 亿元、+26 亿元、-5 亿元和+1.5 亿元。

图 15：会计估计变更对税前利润的影响（百万元）



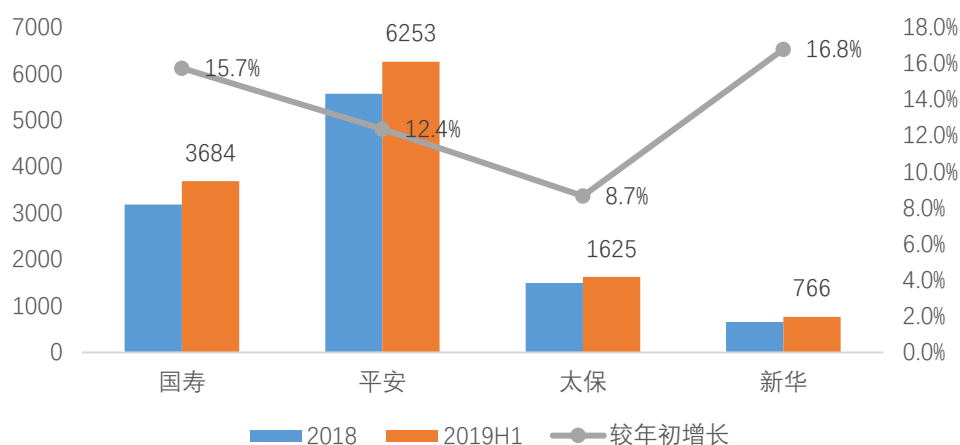
资料来源：公司财报，天风证券研究所

## 1.5. 平安、国寿、太保、新华 2019 年 6 月末净资产分别较年初增长了 12.4%、15.7%、8.7%和 16.8%

2019 年 6 月末中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的归母股东权益分别为 6253 亿元、3684 亿元、1625 亿元和 766 亿元，分别较年初增长了 12.4%、15.7%、8.7%和 16.8%。除净利润的影响外，可供出售金融资产公允价值变动带来的浮盈浮亏，通过“其他综合收益”项目影响净资产规模。

中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的 2019 年 6 月末“其他综合收益”分别从年初的 49 亿元、-56 亿元、28 亿元和-28 亿元变化为 37 亿、146 亿、86 亿、0.9 亿。

图 16: 上市公司归母净资产 (单位: 亿元)



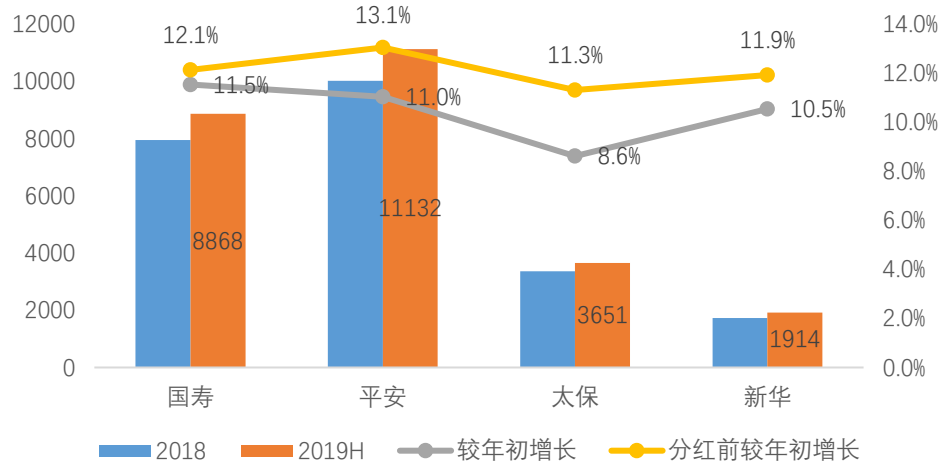
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

## 2. 2019 年上半年内含价值: EV 合计较年初增长 15.4%

### 2.1. 平安、国寿、太保、新华 2019 年 6 月末 EV 分别较年初增长 11.0%、11.5%、8.6%和 10.5%

2019 年上半年中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的内含价值分别为 11132 亿元、8868 亿元、3651 亿元和 1914 亿元，分别较年初增长 11.0%、11.5%、8.6%和 10.5%；不考虑分红的 EV 增速则分别为 13.1%、12.1%、11.3%和 11.9%。

图 17: 上市公司内含价值 (单位: 百万)



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

期末 EV = 期初 EV + NBV + EV 预期回报 + 投资偏差 + 市场价值调整 + 运营偏差 + 估计变更及其他。从长期来看，NBV、EV 预期回报是 EV 增长稳定贡献来源，2019 年上半年中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的 NBV/期初寿险 EV 分别为 8.1%（不含分散效应占比为 6.7%）、4.3%、5.8%和 3.4%。从短期来看，“投资偏差（含市场价值调整）”对当年 EV 变动影响也较大，平安、国寿、新华“投资偏差/期初 EV”分别为 2.4%、3.1%、1.6%。另外，运营偏差体现公司经营质量，也会对 EV 增长带来一定影响。平安、国寿、新华“营运经验差异”占比分别为 1.4%、0.2%、1.0%。

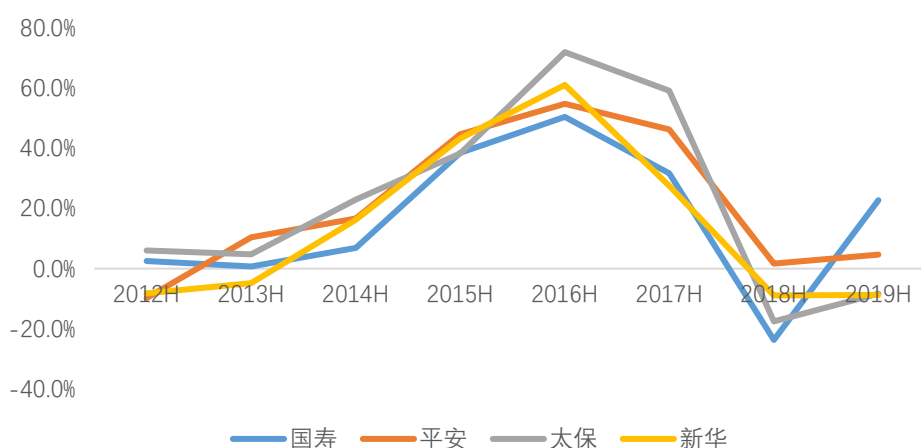
表 4：寿险内含价值变动

	平安寿险	中国人寿	新华保险	太保寿险
EV 预期回报/期初 EV	4.6%	4.0%	4.5%	
NBV（分散效应）/期初 EV	8.1%	4.3%	3.4%	5.8%
投资偏差/期初 EV	2.4%	3.1%	1.6%	
营运偏差/期初 EV	1.4%	0.2%	1.0%	
估计变更/期初 EV	0.2%	0.0%	0.0%	
股东红利分配及资本注入/期初 EV	-1.5%	-0.6%	-1.4%	
其他	1.1%	0.5%	1.5%	
其他业务（非寿险）/期初 EV				
EV 增长	16.3%	11.5%	10.5%	7.8%

资料来源：公司财报，天风证券研究所，投资偏差包含市场价值调整

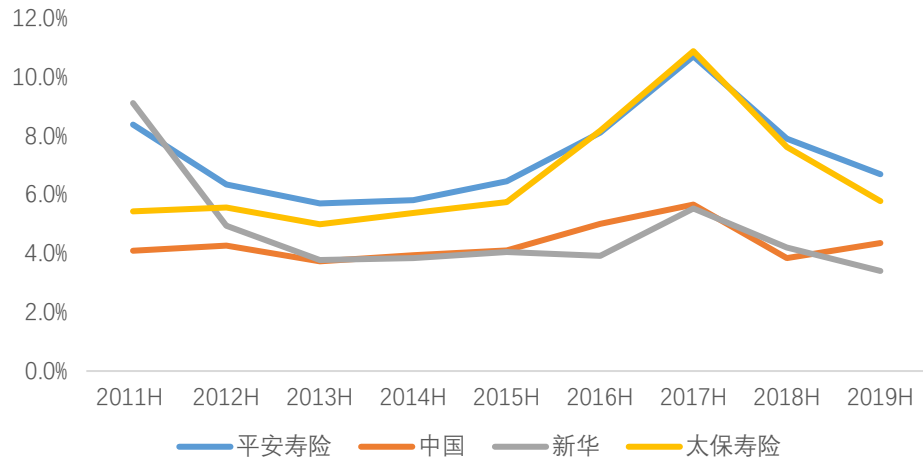
EV 的成长性主要取决于“NBV/期初 EV”，因此近年来 NBV 保持较快增长的公司能够在未来实现更快的 EV 增长，从而理应享受高估值水平（PEV）。平安、太保、国寿、新华 2011H-2019H 的 NBV 复合增速分别为 19.0%、18.5%、13.9%、12.0%。因此，近年来平安寿险和太保寿险的“NBV/寿险期初 EV”大于新华和国寿，我们预计平安和太保在 EV 的成长性方面将持续领先。

图 18：上市公司 NBV 增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 19: NBV/寿险期初 EV

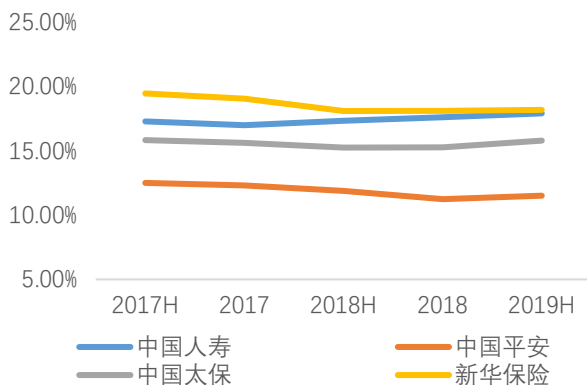


资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

## 2.2. 内含价值稳定性: 平安>太保>国寿>新华

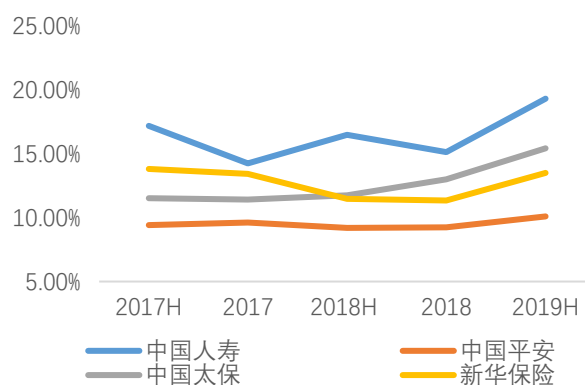
我们可以通过内含价值报告中的敏感性分析来做判断, 整体来看, NBV 及有效业务价值对于投资回报的敏感性同比有所提升, 预计由传统险占比提升、分红险占比下降带来, 分红的预定利率低于传统险。我们以“投资回报率假设提高 50 个 bp”对 NBV (新业务)、有效业务价值 (存量业务) 的影响进行对比, 对平安寿险、太保寿险、新华保险、中国人寿 NBV 的影响程度分别为 10.1%、15.4%、13.5%、19.3%, 对于有效业务价值地影响程度分别为 11.5%、15.8%、18.2%、17.9%, 说明平安寿险 NBV 和有效业务价值相对于投资回报率假设的弹性最低, 即稳定性最强。

图 20: 有效业务价值敏感性分析 (假设投资收益率上升 50bps)



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 21: NBV 敏感性分析 (假设投资收益率上升 50bps)



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

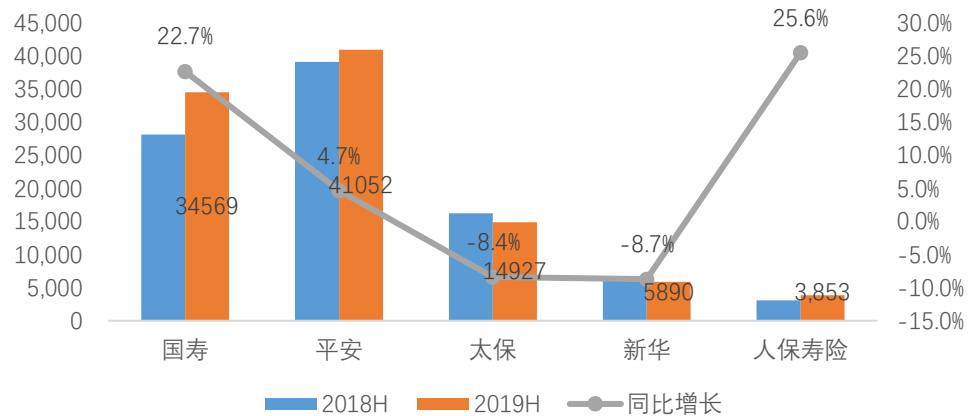
## 3. 2019 年上半年寿险: NBV 合计同比增长 7.0%, 增长表现有所分化

### 3.1. 2019 年中期平安、国寿、太保、新华、人保寿险 NBV 分别同比增长 4.7%、22.7%、-8.4%、-8.7%、25.6%

2019 年上半年中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、人保寿险的 NBV 分别为 411 亿元、346 亿元、149 亿元、59 亿元和 39 亿元, 分别同比增长 4.7%、22.7%、-8.4%、-8.7%、25.6%, 从太保、平安、国寿披露的分季度数据来看, 太保 NBV 增速呈改善趋势, 而平安、

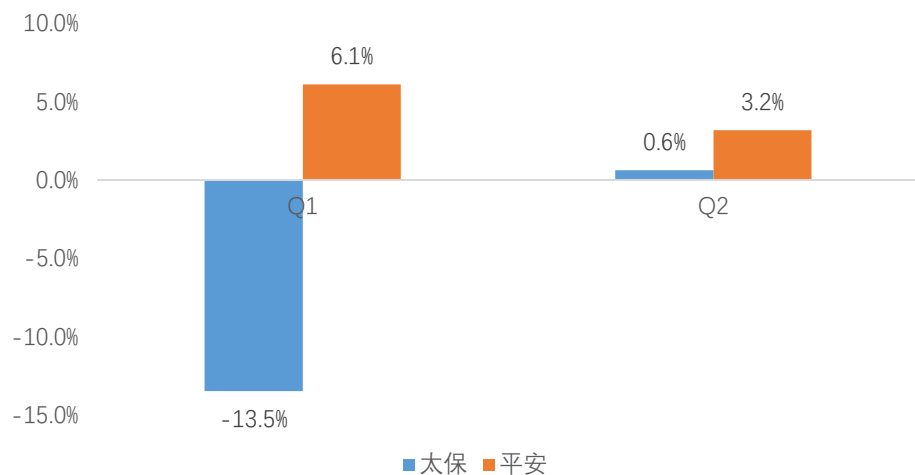
国寿 NBV 增速较 1 季度放缓。

图 22: 上市公司 NBV (单位: 百万)



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 23: 2019Q1/Q2NBV 同比增速



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

### 3.2. NBV margin 变化各公司有所差异

国寿、平安、人保寿险 NBV 同比增长主要由 NBV margin 提升带来, 而新华、太保 margin 有所下降。2019 年上半年中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、人保寿险的 NBV Margin 分别为 44.7%、27.2%、39.0%、37.9%、9.3%, 分别同比+4.8pct、+5.7pct、-2.4pct、-12.5pct、+2.5pct。

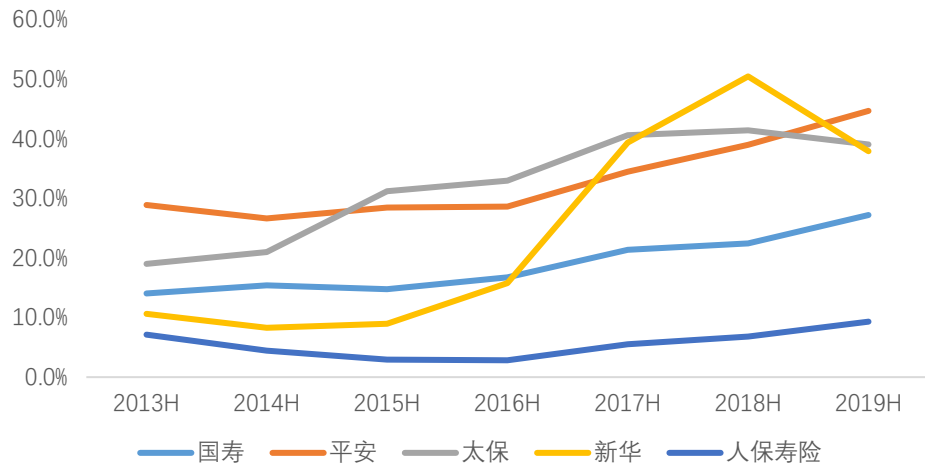
我们分析各公司 NBV Margin 变化的具体原因如下: 1) 平安 NBV margin 提升主要由短交储蓄型占比下降、主力产品价值率提升带来。2) 国寿业务结构优化, 特定保障型产品(健康险、终身寿险等)保费占期交保费的比例同比提升 5.0pct; 健康险首年保费占比提升 8.1pct。3) 新华保险 margin 下降主要由于产品结构变化及主要产品 margin 下降带来, 一方面, 主力年金险价值率下降, 另一方面, 较低价值率的健康险短险占比提升。虽然健康险新单占比同比提升 2.3pct, 而健康险长险首年保费占比下降 1.5pct。4) 太保新单保费及 margin 均有所下滑, 预计由长期保障型产品销售下滑导致。

目前除国寿、人保寿外, 其他 3 家公司的 NBV Margin 已处于较高水平, 通过继续提升保障型产品占比或产品价值率来提升 NBV margin 的空间有限。未来, NBV 的增量主要来自



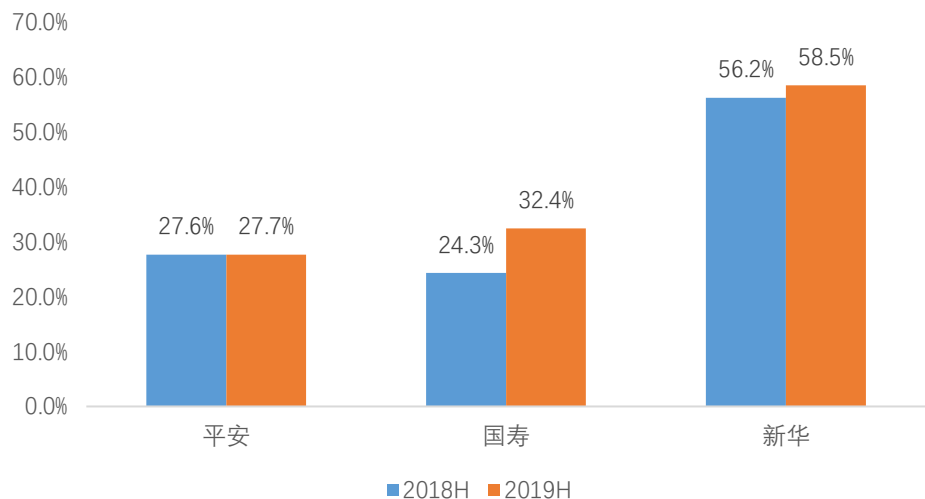
于新单保费的增量，长期储蓄型产品和长期保障型产品均可以贡献增量。

图 24：上市公司 NBV margin



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 25：健康险/长期保障型产品新单占比



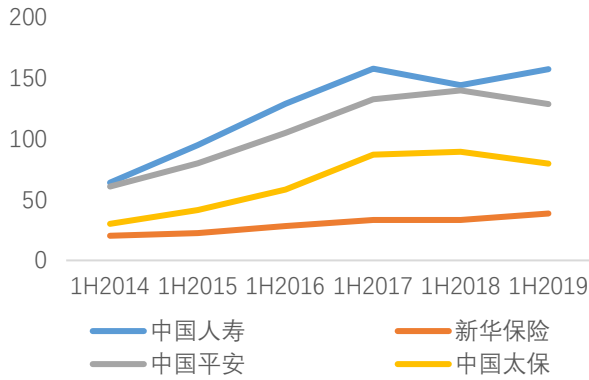
资料来源：公司财报，天风证券研究所

### 3.3. 销售队伍规模增长继续放缓或下滑，人均产能出现分化

2019 年上半年寿险代理人规模增长情况出现分化。国寿、新华代理人规模同比增长 9.2%、15.6%，平安、太保代理人规模同比下滑 8.1%、11.0%。太保人均首年保费同比增长 5.0%，平安、新华、国寿的代理人人均保费同比均有所下滑。具体来看，太保、国寿核心销售人力保持稳定，月均健康人力、月均绩优人力规模占比分别提升 0.6pct、1.6pct；国寿个险月均有效销售人力同比增长 38.2%，其中月均销售特定保障型产品人力规模同比提升 52.1%。平安代理人价值创造能力提升，人均 NBV 同比增长 8.5%。

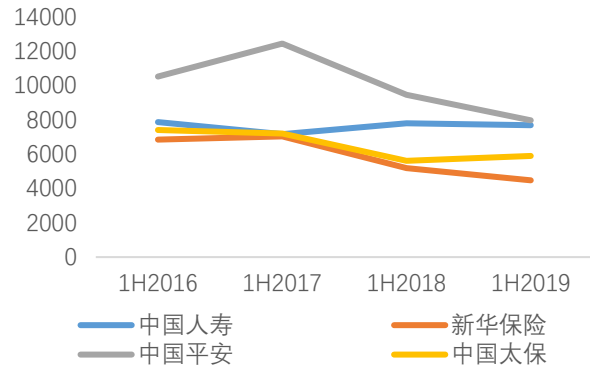
代理人队伍经历几年的高速发展，保费高增长主要由人口红利带来，即大量增员带来大量新客户，推高保费基数，代理人的整体质量并未明显提升。且前几年代理人晋升、组织发展容易，导致主管沉淀不足，管理能力欠缺。在外部竞争压力加剧后，现有的队伍质量难以应对。居民的信任度正在从原来的“缘故”转向“专业”，因此提升队伍专业度是巩固渠道优势的最重要方向。代理人专业度提升主要来自于优增、专业培训、分级分类管理，大型公司的代理人转型正在向这一方向进行。

图 26: 代理人规模 (万)



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 27: 代理人人均保费 (元)



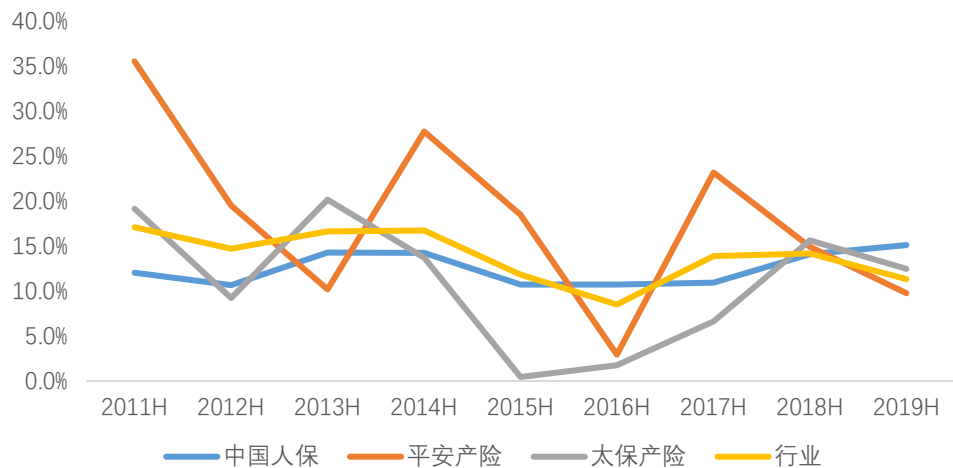
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

#### 4. 2019 上半年产险: 保费增长保持平稳, 业务结构优化, 手续费率改善显著

2019 年上半年财产险保费增速保持平稳, 全行业保费收入同比增长 11.3%。人保财险、平安产险、太保产险保费收入分别同比增长 15.1%、9.7%和 12.5%。非车险业务增速均高于车险业务, 非车险占比提升。人保财险、平安产险、太保产险非车险保费占比分别同比提升 5.7pct、0.5pct、4.7pct, 其中人保财险非车险占比最高, 达 46.0%。

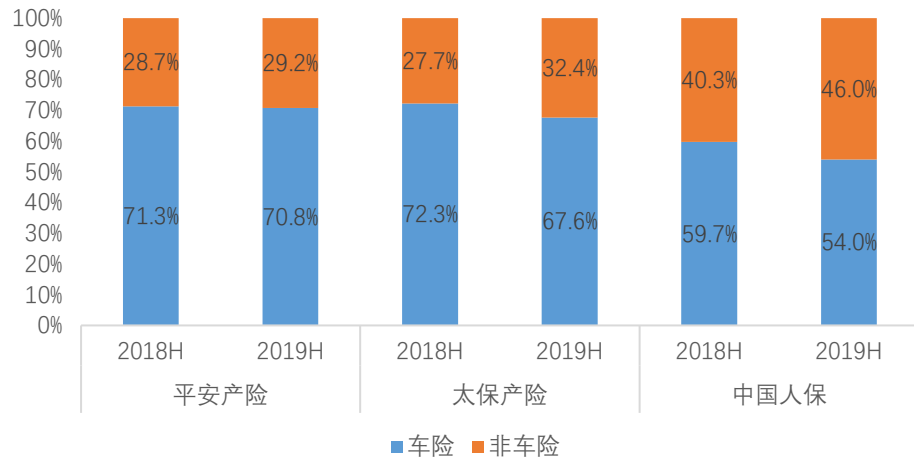
2019 年上半年人保财险、平安产险、太保产险综合成本率分别为 97.6%、96.6%、98.6%, 分别同比+1.5pct、+0.8pct、-0.1pct。各公司费用率均呈下降趋势, 主要由手续费率下降带来, 人保、平安、太保费用率分别下降 1.9pct、1.0pct、1.3pct。赔付率均有所提升, 主要受暴雨等重大自然灾害及非洲猪瘟等疫情, 及分母 (已赚保费) 下降的影响。

图 28: 产险保费收入增速



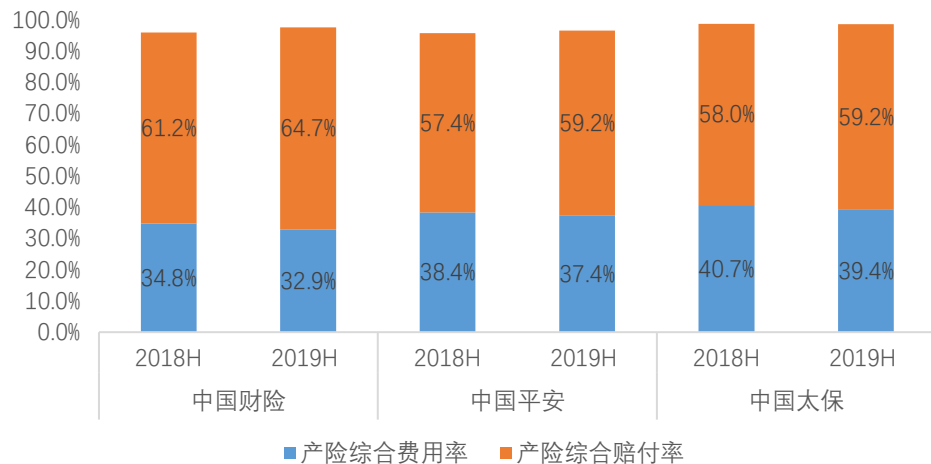
资料来源: 银保监会网站, 公司财报, 天风证券研究所

图 29: 保费结构变化



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 30: 综合成本率



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

## 5. 下半年投资策略

### 5.1. 看好下半年新单保费和 NBV 增速趋势向好

短期来看, 各公司新单保费和 NBV 增速趋势向好。我们预计下半年上市公司寿险保费增长压力小于 2 季度, NBV 增长呈好转趋势, 主要得益于以下促进因素: 1) 公司架构调整等短期影响逐步消除。国寿总部架构调整基本于 7 月完成, 公司架构调整及考核变革的导向是聚焦大个险+市场化的考核、薪酬和用人机制。管理改革的能量不容小觑, 工作积极性和能动性加强将传达至业务层面。2) 7 月各公司上市多款新的保险产品, 如平安上市低件均高价值率的“大小福星”拓展市场, 太保上市保障升级的“金福人生”。3) 我们判断代理人增长情况将环比好转。

### 5.2. 中长期来看, 市场竞争加剧, 提升代理人专业度是巩固大公司优势的重要方向

今年以来不同市场主体的保费增长差异化表现与市场竞争格局分化有关。2019 年上半年, 人身险公司保费收入同比增长 15%, 大型保险公司保费增速放缓至 10% 以下。从公司来看, 中资中小公司和外资公司均对大公司有一定的冲击。根据市场需求和供给的差异, 我们

保险市场分为三层：第一层是一线城市的高端市场；第二层是一、二线城市的大众市场；第三层是三线及以下城市（统称为“县域”）的低端市场。第一层和第三层市场的成长空间很大，第一层市场目前供给者很少，但阶级固化使得大型公司向第一层市场迁移的难度加大；在第三层市场，县域网点更多、经营时间更长的公司具有优势，如国寿、太保。第二层市场竞争非常激烈，中端理性客群受到竞争加剧的影响较大，对于大公司的竞争压力来自于互联网保险和中小保险公司、外资公司。

中长期来看，代理人渠道仍是创造高价值的渠道，销售复杂的保险产品需要温度和专业，代理人是难以被线上渠道取代的。代理人队伍经历几年的高速发展，但代理人的整体质量并未明显提升。在外部竞争压力加剧后，现有的队伍质量难以应对。居民的信任度正在从原来的“缘故”转向“专业”，因此提升队伍专业度是巩固渠道优势的最重要方向。

从大型保险公司的存量销售队伍来看，专业度提升主要来自于优增、专业培训、高留存。优增的导向是提升增员门槛，招募学历更高、工作能力更强、更年轻的高素质人才，一方面需要公司政策导向，减少对于规模的追求，在基本法中提高增员标准或对于不同资质的增员对象给予增员人差异化的奖励；另一方面，提升新人津贴的吸引力。培训方面，除了需要加强产品方面的培训之外，客户需求洞悉及匹配、客户经营、主管管理能力提升是强化培训的重点。提高留存在于提高代理人收入，一方面，通过多元化的产品支持保证代理人的直接佣金水平，另外，优化基本法利益来提升间接佣金。

拓展高端市场是大型公司的战略选择之一，最重要的是需要培育对接高端客户的高度专业化的代理人，关键在于：1）“从0到1”分隔化的培养一支高端代理人队伍，现有存量代理的内生式扩张难以生成高端代理人队伍。第一批招募的代理人最为重要，需要以他们为核心来实现队伍扩张，有工作经验（律师、医生、企业主等）的人群是最优的准增员。2）设置单独的基本法，新人津贴需要有足够的吸引力（新人津贴大于FYC标准）；3）单独的高端职场配置；4）公司有足够的产品+服务对接高端客户，如法商、税务服务，保险金信托、高端医疗等。

高端市场经营需要较长时间的沉淀，高端品牌的影响力形成、代理人高端圈子的经营需要时间。大型公司中，泰康、太平的高端市场经营有一定的固有优势。太保在不断尝试一线城市高端市场，正在试点的“百万代理人”、“百城千人”，均为高端代理人建设项目。

### 5.3. 下半年综合成本率将迎来下降拐点

**我们预计车险增长存在好转机会，非车险将保持较快增长。**以下机会可能带动新车销量好转：乘用车主机厂增值税率从16%下降至13%，有利于降低车辆价格；国5或国6排放标准实施，对于新车销售带来正面影响；广州等地区限购趋势放松；奥迪、宝马、奔驰等奢侈品牌价格有下降趋势。在存量车市场，去年下半年四川、山西、福建等7个地区开始调整折扣系数，导致今年上半年车均保费下滑，受基数影响，预计下半年负增长将逐月缩窄。龙头公司在线下销售渠道的布局以及线上销售平台的建设更加完善，车险发展占优。非车险方面，责任险、农险等险种的发展很大程度上依托于政府推动，而大公司具有更好的政府背景优势，非车险将保持较快发展。

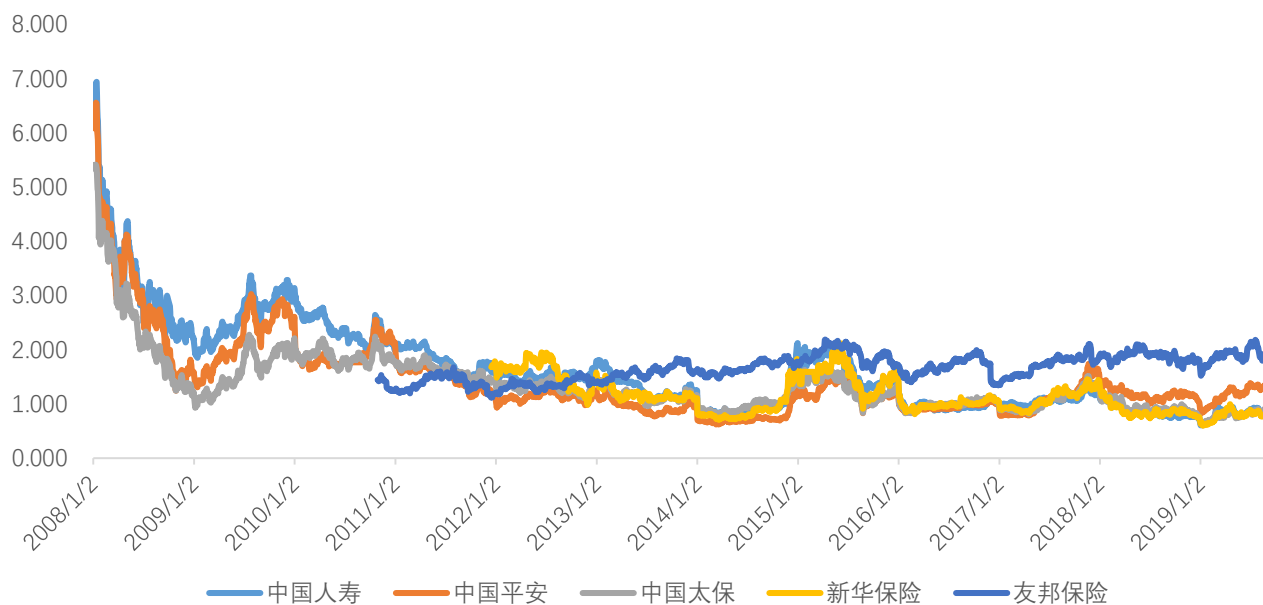
**下半年综合成本率或将迎来下降拐点。**一方面，有台风、暴雨的影响，一些险种(如企财险)下半年赔付率可能上升。另一方面，下半年已赚保费形成率将会提高。去年3季度之前各公司费用投入比较大，已赚保费也较高，3季度开始实施“报行合一”后费用率走低，造成保费首日获取成本下降，未到期责任准备金计提基数增加，从而降低已赚保费形成率。已赚保费的形成周期要一年才能转完，去年3季度的影响因素到今年3季度才会消除。因此下半年已赚保费形成率会提高，以已赚保费为分母的赔付率会降低。

### 5.4. 估值

截至8月30日，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险2019年PEV分别为1.32、0.88、0.86、0.75倍，处于历史估值低位。当前估值已充分反映长端利率下行预期，具有较高的

安全边际。

图 31: PEV 估值



资料来源: wind, 公司财报, 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