

推荐 (维持)

静待保险负债柳暗花明

2019年06月12日

保险行业2019年中期投资策略

上证指数	2909	
行业规模	占比%	
股票家数 (只)	6	0.2
总市值 (亿元)	21138	4.0
流通市值 (亿元)	17990	4.2

行业指数	%		
	1m	6m	12m
绝对表现	7.8	30.8	28.6
相对表现	8.1	13.1	30.3



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《《保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策》点评—千呼万唤始出来, 险企利润明显提速》2019-05-29
- 2、《上市保险公司2019年1-4月保费数据点评—短期承压不改中长期向上态势》2019-05-16
- 3、《保险行业2019年一季报综述—权益弹性推动利润高速增长, 负债端持续改善》2019-05-07

郑积沙

zhengjisha@cmschina.com.cn
S1090516020001

刘雨辰

liuyuchen3@cmschina.com.cn
S1090518100002

研究助理

刘洪

liuqi9@cmschina.com.cn

研究助理

曾广荣

zengguangrong@cmschina.com.cn

- 2019年上半年保险股明显跑赢大盘。保险指数年初至今(6/10)上涨40%, 跑赢上证综指28个百分点, 其中平安/太保/国寿/新华/人保涨幅分别为42%/21.5%/29%/18%/60%, 超预期表现的原因在于资产负债两端的改善, 尤其是资产端的权益市场向好和国债收益率修复的两次助力。(1) 资产端, 权益市场大幅向上修复投资收益率, 推动利润大幅增长。平安/国寿/新华/太保19Q1归母净利润同比增速为77%/93%/29%/46%。另外国债收益率超预期上行, 一度升至3.4%高位, 目前企稳在3.2%的水平, 打破此前市场破3%的悲观预期。(2) 负债端, 寿险产品策略调整, 开门红引入长期保障类产品销售推动价值率同比明显提升, 负债端里子(价值保费)明显优于面子(规模保费), 新业务价值累计同比正增长好于预期, 但Q1改善幅度预计为全年顶点。
- 资产端: 短期股债震荡前行, 利润增长毋庸置疑。(1) 权益市场受益科创板推出后的交易情绪升温 and 配套政策的逐步出台, 预计全年有望平稳向上; 信用周期的逐步扩张和金融供给侧改革深化对实体经济的支持, 经济运行情况好于悲观预期, 债券收益率掉头向下的难度较大, 10年期国债期货收益率有望围绕当前3.2%的水平震荡, 综合2019年整体投资收益率有望优于去年同期。(2) 手续费及佣金支出税前扣除比例调整有望明显降低保险公司税率, 增厚利润规模。其中寿险影响超出预期, 静态测算2018年平安寿/太保寿/国寿/新华利润增厚规模85亿/35亿/52亿/18亿, 人保财/平安财/太保财分别为29亿/18亿/10亿, 同时追溯调整2018年所缴纳的税额, 有望一次性增厚2019年净利润。投资收益率企稳回升, 叠加税率调整和追溯调整的一次性影响, 再考虑到剩余边际的稳定释放, 三方面共振有望助推上市险企2019年全年业绩增速同比翻倍增长。
- 寿险: 聚焦保障, 价值率进一步提升推动价值增长。前期保险公司因各自产品策略差异导致保费增速分化, 其中平安、太保累计负增长但降幅逐步收窄, 国寿和新华正增长, 但其增幅也在随着基数的提升而下滑。客户消耗和高基数的叠加导致4-5月上市险企新单增速承压, 但我们预计保险公司将在6月份通过上线新产品、打销售高点、修改基本法等举措力保保费和价值稳定增长, 预计中报核心指标好于预期。展望全年, 偏储蓄型的年金险种仍难有起色, 但保障类产品需求仍较为旺盛, 1-4月行业健康险同比+35%, 较去年同期的6%明显提速。上市险企开门红便引入长期保障类险种的销售, 销售时间的拉长和基本法的调整推动上市险企高价值率的产品有望保持相对稳定的增速, 进一步优化产品结构, 提升价值率, 对冲保费压力, 带动新业务价值保持正增长。新业务价值正增长叠加投资偏差负贡献的修复, 预计上市险企2019年EV增长15%-20%, 穿越周期稳定增长。
- 财险: 保费增速持续承压。2019年1-4月产险公司总保费4504亿, 同比+11%, 较去年同期16%的增速下滑5个百分点, 主要为车险增速下滑拖累, 非车险业务保持相对较高的增长态势(太保一季度非车险增长28%, 平安1-4月意健

增长 41%)。车险增速低迷的原因在于新车销量持续下滑所致，新车销量同比降幅由年初的 4% 扩大至 5 月的 12.5%。展望后续，在第三次商车费改持续深入降低车均保费和汽车销量承压的背景下，车险保费增速依旧承压，财险保费的增长预计依靠非车险的拉动，全年预计财产险保费收入约 10% 左右的增长。

投资建议：上半年保险指数明显跑赢市场，往后看我们认为保险仍维持推荐评级。**资产端：**权益市场受益科创板政策的强力引导有望实现稳中向上，提高保险公司投资收益率；中国经济运行承受内外压力，但总体仍保持平稳好于预期，预计国债期货收益率大幅下行的可能性较小，有望维持当前 3.2% 的水平，改善市场悲观预期，同时考虑到手续费及佣金支出税前扣除比例降低 2019 年税率和追溯调整 2018 年多缴纳的税额，有望增厚保险公司净利润，有望实现翻倍增长。**负债端：**寿险新单 4-5 月承压，但保险公司在 6 月份通过上线新产品、打销售高点、修改基本法力保保费和价值的稳定，我们预计中报数据有望好于预期，同时展望全年，销售时间的拉长和基本法调整推动上市险企保障类产品销售维持相对稳定的增速，进一步调整结构提升价值率，力保新业务价值保持稳定增长。财险受累于新车销量的持续下滑，预计保费增速将逐渐放缓，同时短期综合成本率难以明显改善。**个股推荐：强烈推荐中国平安，积极关注新华保险、中国太保和中国人寿。**

风险提示：新单销售不达预期，保障类产品销售下滑，代理人规模持续下滑，利率超预期下行。

正文目录

一、2019 年上半年保险股回顾.....	5
二、资产端：短期股债震荡前行，利润增长毋庸置疑.....	6
1、资本市场明显回暖，债市震荡前行，投资收益率有望企稳.....	6
2、行业税率下降增厚利润.....	6
(1) 寿险受益程度超出预期.....	6
(2) 财险税率明显下降，改善盈利能力.....	7
3、投资端企稳+税率下降，2019 年利润高增长可期.....	7
三、寿险：聚焦保障，价值率进一步提升推动价值增长.....	8
1、短期：新单增速分化，中报有望好于市场预期.....	8
2、2019 全年：保障仍是行业底线，预计价值有望优于去年.....	8
(1) 聚焦保障，里子好于面子.....	8
(2) 价值率进一步提升，推动价值正增长.....	9
3、长期：健康险仍是蓝海市场，提升代理人素质是关键.....	10
(1) 少子老龄化加剧医疗和养老需求.....	10
(2) 健康险渗透度较低，有待进一步挖掘.....	11
四、财险：保费增速持续承压.....	12
1、保费增速持续承压，非车业务成兵家必争之地.....	12
2、综合成本率改善短期不明显.....	13
五、投资建议.....	13
1、维持行业推荐评级.....	13
2、个股选择：重点推荐平安，积极关注新华和国寿.....	14

图表目录

图 1: 2019 上半年保险指数跑赢市场..... 5

图 2: 上市险企 2019 年一季度归母净利润增速 (百万) 5

图 3:10 年期国债收益率 (%) 5

图 4: 2019 年一季度上市险企 NBV 增速..... 5

图 7: 2018 年各寿险公司手续费及佣金支出比例 7

图 8: 2018 年各寿险公司所得税率 7

图 9: 行业健康险同比增速 9

图 10: 我国老年人口比重加速上升 10

图 11: 我国老年抚养比持续攀..... 10

图 12: 2003 年我国人口结构 11

图 13: 2017 年我国人口结构 11

图 14: 2012-2017 中国健康险深度在加深, 但仍偏低..... 11

图 15: 2017 年我国健康险深度仅 0.53%..... 11

图 16: 2012-2017 年中国健康险密度 12

图 18: 我国人均健康险保费支出仅是美国、台湾的 10% 12

图 19: 财产险公司保费增速持续下滑 (亿) 12

图 20: 新车销量持续下滑..... 12

图 21: 上市险企综合成本率 13

图 22: 保险行业历史 [PEBand](#) 15

图 23: 保险行业历史 [PBBand](#) 15

表 1: 调整手续费及佣金税前扣除比例后对寿险公司的影响..... 7

表 2: 调整手续费及佣金税前扣除比例后对财产险公司的影响 7

表 3: 上市险企一季度新单保费增速有所分化..... 8

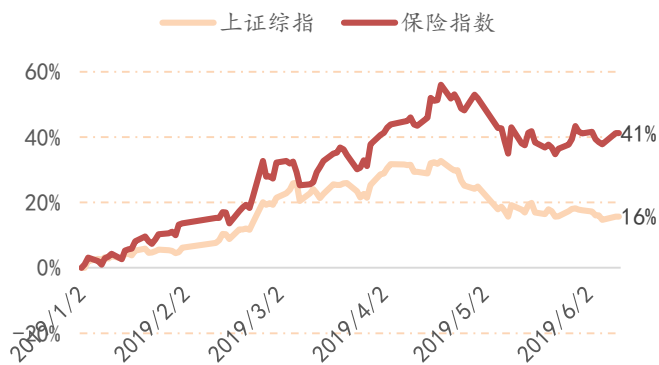
表 4: 中国平安 2019 年新业务价值增长依靠价值率的提升 9

表 5: 2019 年上市险企 EV 预计增长 15%-20% 10

一、2019 年上半年保险股回顾

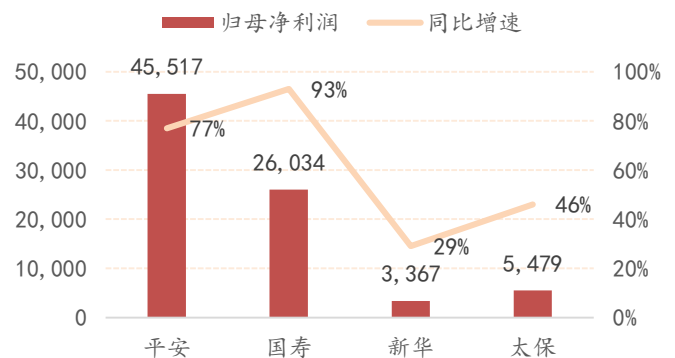
2019 年上半年保险股跑赢大盘，保险指数年初至今上涨 40%，跑赢指数 28 个百分点，其中平安、太保、国寿、新华、人保涨幅分别为 42%、21.5%、29%、18%、60%，板块整体表现明显优于市场，超预期表现的原因在于资产负债两端的改善，尤其是资产端的权益市场向好和国债收益率向上的两次助力。(1) 资产端，一方面，权益市场向上极大的修复投资收益率，推动利润大幅增长。平安、国寿、新华、太保 19Q1 的总投资收益率分别为 5.1%、6.7%、4.2%、4.6%，归母净利润同比增速分别为 77%、93%、29%、46%。投资收益率的修复有望一改去年投资偏差的负贡献，减少对内含价值增长的拖累，预计在中报中有所体现；另一方面，国债收益率超预期上行，一度升至 3.4% 的高位，目前企稳在 3.2% 的水平，打破此前市场破 3% 的悲观预期。(2) 负债端，寿险产品策略调整，开门红引入长期保障类产品销售推动价值率同比明显提升，负债端里子（价值保费）明显优于面子（规模保费），新业务价值累计同比正增长好于预期，Q1 改善幅度预计为全年顶点，如平安、国寿 NBV 增速分别为 28.3%、6.1%，好于其新单保费的增速 9.1%、-10.85%。

图 1：2019 上半年保险指数跑赢市场



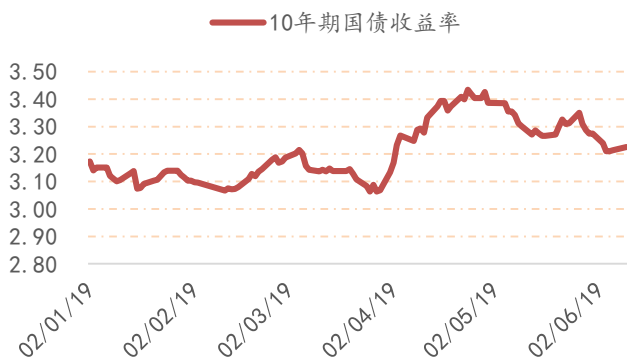
资料来源：wind，招商证券

图 2：上市险企 2019 年一季度归母净利润增速（百万）



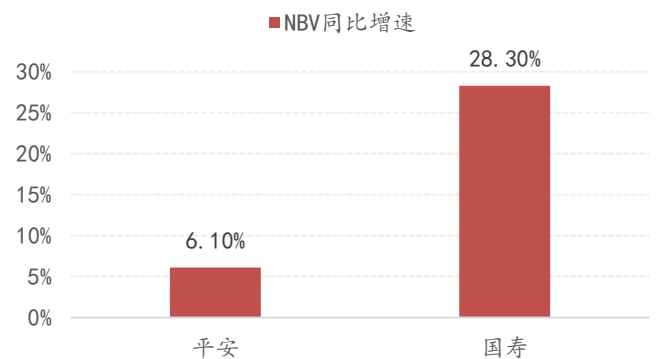
资料来源：公司公告，招商证券

图 3:10 年期国债收益率 (%)



资料来源：wind，招商证券

图 4：2019 年一季度上市险企 NBV 增速



资料来源：公司公告，招商证券

二、资产端：短期股债震荡前行，利润增长毋庸置疑

1、资本市场明显回暖，债市震荡前行，投资收益率有望企稳

权益市场方面，科创板政策的推出推升市场活力和风险偏好。科创板进入最后环节，市场情绪有望逐步升温，交易监管有望逐渐转暖，同时科创板的落地并不意味着利好兑现，预计监管部门将配合一定的政策推动市场的稳定向上，同时中美关系的不确定性将刺激货币政策维持宽松状态、“包商事件”可能引发流动性分层管理等，均有望适度提升市场流动性。

债券市场方面，央行5月17日发布《2019年第一季度中国货币政策执行报告》提出“中国经济运行总体平稳、好于预期，新旧动能转换步伐加快，经济增长保持韧性”。中国实际经济情况好于市场极度悲观预期。此前市场预期经济恶化，国债期货收益率将破3%，且长期处于3%以下的水平，但实际情况恰恰相反，10年期国债收益率一度升至3.4%的高位，目前企稳在3.2%的水平，信用周期的进一步扩张和金融供给侧改革深化加大金融对实体经济的支持力度，预计利率掉头向下的难度较大，10年期国债收益率有望围绕3.2%的水平震荡前行。

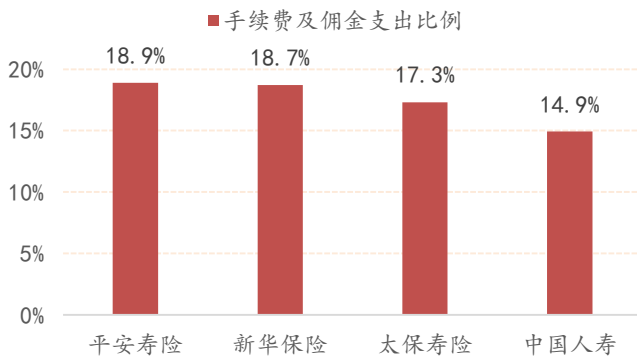
2、行业税率下降增厚利润

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》，将保险企业的手续费及佣金支出税前扣除比例进行调整，其中财险公司从15%上调至18%，寿险公司从10%上调至18%。政策的调整有三个超预期的地方：**时间点和政策态度、寿险比例上调幅度、追溯2018年缴税金额**。监管积极响应国家减税降费号召，同时对于财险和寿险调整幅度的差异化充分考虑行业发展特性，未来保险公司的税率有望明显下降。

(1) 寿险受益程度超出预期

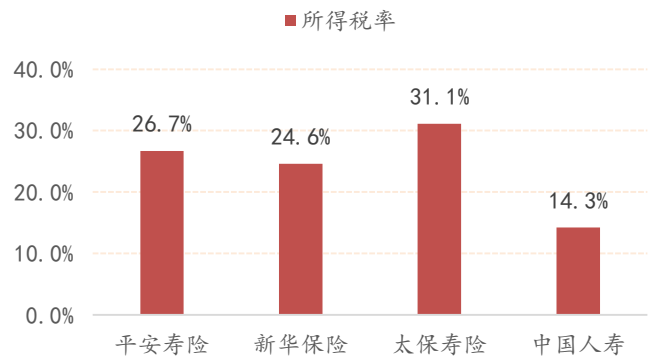
监管引导行业回归本源业务，行业加强保障类产品的销售，占首年保费比重提升至50%左右，而保障类产品的佣金率相对较高，寿险公司所得税率有明显提升，显然与行业回归保障有所违背，此次税前扣除比例的调整符合当前“保险姓保”的监管精神，对寿险公司的影响超出预期。2018年平安寿、太保寿、国寿、新华手续费及佣金支出占保费的比例分别为18.9%、17.3%、14.9%、18.7%，税率分别为26.7%、31.1%、14.3%、24.6%，按照新规定调整抵扣比例后有望增厚公司净利润规模分别为85亿、35亿、52亿、18亿，占2018年利润比重分别为12%、25%、44%、23%。此前市场对于政策的调整核心聚焦于财产险的利好，但测算下来政策的调整对寿险公司影响超出市场预期，由于追溯调整2018年缴税金额和2019年的税率下降，我们预计寿险公司2019年净利润有望超高速增长。

图 5：2018 年各寿险公司手续费及佣金支出比例



资料来源：wind，招商证券

图 6：2018 年各寿险公司所得税率



资料来源：公司公告，招商证券

表 1：调整手续费及佣金税前扣除比例后对寿险公司的影响

2018 (百万)	手续费及佣金支出	保费收入-退保金	比例	佣金超支金额	如果比例放开后的佣金超支额度	如果比例放开对 2018 净利润 (静态) 的增厚额度	2018 净利润	影响比例
平安寿险	80,372	425,352	18.9%	37,836.72	3,809	8,507	73,271	11.6%
新华保险	16,708	89,247	18.7%	7,783	644	1,785	7,923	22.5%
太保寿险	32,863	189,782	17.3%	13,885	-	3,471	13,906	25.0%
中国人寿	62,705	419,597	14.9%	20,745	-	5,186	11,936	43.5%

资料来源：公司公告，招商证券

(2) 财险税率明显下降，改善盈利能力

手续费及佣金税前扣除比例的调整有望明显改善财产险公司的盈利能力。车险作为红海市场，竞争日益白热化，部分中小财产险公司以费用换保费的模式导致行业手续费及佣金支出比例严重超支，所得税率居高不下。2018 年作为报行合一的执行年度，竞争更加严酷，手续费及佣金支出比例进一步提升，连上市财险公司也有明显提升，人保财、平安财、太保财比例分别为 19%、19.9%、19.7%，所得税率分别为 33%、37%、46%。

表 2：调整手续费及佣金税前扣除比例后对财产险公司的影响

2018 (百万)	手续费及佣金支出	保费收入-退保金	比例	佣金超支金额	如果比例放开后的佣金超支额度	如果比例放开对 2018 净利润 (静态) 的增厚额度	2018 净利润	影响比例
人保财险	74,036	388,769	19.0%	15,720	4,057	2,916	16,300	17.9%
平安财险	49,326	247,526	19.9%	12,197	4,771	1,856	13,132	14.1%
太保财险	23,451	119,053	19.7%	5,593	2,021	893	3,592	24.9%

资料来源：公司公告，招商证券

3、投资端企稳+税率下降，2019 年利润高增长可期

我们认为上市险企 2019 全年业绩增速有望同比翻倍增长。第一，资本市场企稳回升，扭转 2018 年资产端的颓势。2019 年以来截至 6 月 10 日，上证综指涨幅高达 14%，监管政策逐步从行政化转化为市场化，叠加科创板等政策的逐步推出提升交易热情，预计 2019 年权益市场将明显好于 2018 年，权益市场的明显回暖仍将极大利好权益资产公允价值的提升，有望提高保险公司总投资收益。第二，2019 年税率下降和 2018 年追溯调整对保险公司利润的拉动作用。政策调整有望降低保险公司 2019 年整体的所得税率，增厚净利润规模，同时考虑到追溯调整 2018 年，意味着去年因手续费及佣金超支多缴纳的税有望在 2019 年返还至保险公司，将极大增厚今年的利润规模。第三，剩余边际稳定释放，2018 年上市险企剩余边际的增速明显提升，同时考虑到 2019 年长期

保障类产品扩量提速，预计剩余边际的摊销也有望加速释放。第四，会计估计变更的影响。2019年750天均线（20年期）三种假设下（3.1%、3.3%、3.5%）分别变动-4BP、1BP、7BP，而中性假设下，平安、太保、新华、国寿分别释放6亿、7亿、5亿、17亿，贡献业绩增速3%、2%、52%、-69%，相比较去年同期的变动额3亿、5亿、-50亿、121亿，平安、太保保持相对稳定，而新华由负转正明显改善，国寿大幅缩水。

三、寿险：聚焦保障，价值率进一步提升推动价值增长

1、短期：新单增速分化，中报有望好于市场预期

2019年上市保险公司由于各自产品策略的差异，使得保费增速表现分化。1-4月平安寿、太保寿、国寿、新华原保费8%、5%、7%、10%，平安个人业务新单保费同比增速11%，较一季度的-13%略有收窄，其他公司根据草根调研获知，太保负增长但降幅缩窄，而国寿和新华实现正增长，同时增幅也在随着基数提升后逐渐下滑。新单销售出现分化的原因在于开门红产品和策略差异，国寿开门红采取相对激进的产品策略实现较快增长，新华开门红上下联动加大健康险销售推动力度，而平安转变考核方式聚焦价值保费，主动降低短交储蓄型产品的销售，而太保人力下滑和预售启动时间较晚导致新单保费同比下降。

表3：上市险企一季度新单保费增速有所分化

公司名称	项目	金额（亿）	同比增速
中国平安	用于计算新业务价值的首年保费	587.83	-10.80%
中国太保	代理人渠道新单保费	174.42	-13.10%
中国人寿	首年期交保费	667.8	9.10%
新华保险	长险首年保费	71.63	18%

资料来源：公司公告，招商证券

保险公司多措并举护航保费和价值，预计中报数据好于预期。开门红“保障和储蓄并重”策略导致一部分健康险客户被提前消耗、2018年二季度保费和健康险的高基数叠加，导致上市险企4-5月新单销售短期承压，引发市场对于中报核心指标的担忧，但我们预计保险公司将在6月份多措并举力保核心指标保持稳定，如上线新产品、打销售高点、修改代理人基本法提升代理人销售热情等。据5月底草根调研得知，平安上线新产品“安心百分百”，发力长期意外险，国寿升级“康悦医疗险”增强其吸引力，通过捆绑销售促进长险产品的销量。

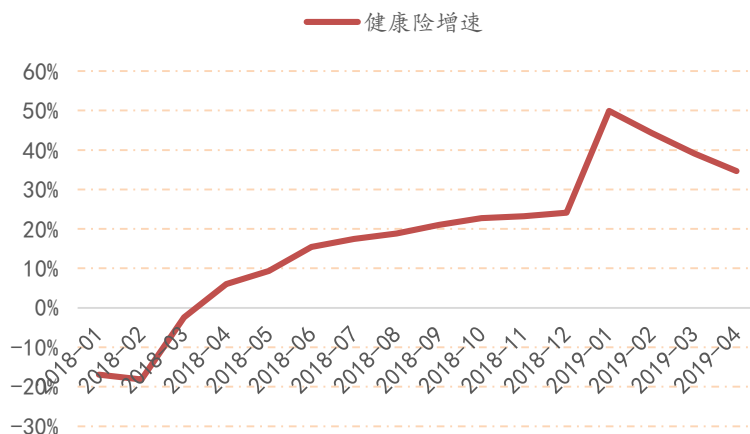
2、2019全年：保障仍是行业底线，预计价值有望优于去年

（1）聚焦保障，里子好于面子

产品策略的变化导致2019年上市险企保费里子（价值）好于面子（规模）。偏储蓄性质的年金类险种规模受累于经济承压的背景下销售难有起色，高净值客户预期未来收入下降和当期资金周转的困难，加保和继续缴纳高额保费的意愿均有下降。在这种背景下，保障性产品便是行业保费和价值增长的底线。2019年保障性险种有望继续保持两位数

增速，主因各公司将长期保障类列入“开门红”主打产品之一，销售贯穿全年，相较于过去多一个季度，同时存量代理人通过近几年的专项培训和基本法利益的逐步引导，已经掌握长期产品的销售技能。1-4月行业健康险保费同比+35%，明显高于18年同期的6%。销售时间的拉长和基本法调整推动上市险企2019年保障类产品销售维持相对稳定的增速，进一步调整结构提升价值率，力保价值增长符合目标。

图 7：行业健康险同比增速



资料来源：银保监会，招商证券

(2) 价值率进一步提升，推动价值正增长

开门红引入长期保障类产品销售，高价值率的产品占比进一步提升，推动公司整体价值率明显提升。一季度平安新业务价值率由2018年的30.9%提升至2019年的36.8%，提升幅度高达5.9个pct，而国寿NBV增速高达28%，远高于新单保费的9%，表明价值率同比提升较为明显，预计新华和太保开门红整体价值率也明显提升。展望全年，价值率的提升有望助推上市险企NBV正增长。保险公司聚焦保障类产品销售，开门红主动控制短期储蓄类产品，年金产品销售的下滑将进一步削弱其比重，提升长期保障类产品的占比，预计价值率还有望进一步提升，对冲保费压力，带动新业务价值保持稳定增长。

表 4：中国平安 2019 年新业务价值增长依靠价值率的提升

百万	18Q1	19Q1	YOY/变动值
首年保费	65,936	58,783	-10.8%
新业务价值率	30.90%	36.80%	5.90%
新业务价值	20,398	21,642	6.1%

资料来源：公司公告，招商证券

NBV正增长叠加投资偏差负贡献的修复，预计推动EV增长15%-20%。预期回报保持稳定(6%-9%)，新业务价值增速回暖助推其拉动作用仍旧显著(8%-10%)，投资偏差受益于权益市场明显回暖有望明显改善(预计0%)，上市险企均调整营运假设，如加入疾病恶化因子，有望推动营运偏差保持良好态势(0%-2%)，其它保持相对稳定，因此我们预计上市险企公司2019年内含价值增速15%-20%(如表5所示)，穿越周期稳定增长。

表 5: 2019 年上市险企 EV 预计增长 15%-20%

百万	2019E 内含价值拆分							
	中国平安		新华保险		中国太保		中国人寿	
	2018A	2019E	2018A	2019E	2018A	2019E	2018A	2019E
内含价值预期回报	5%	5%	9%	9%	7%	7%	8%	8%
新业务价值	9%	8%	8%	7%	9%	8%	7%	7%
分散效应	3%	3%	0%	0%	1%	1%	0%	0%
投资偏差	-1.48%	1%	-4%	1%	0%	0%	-6%	2%
营运偏差	2%	2%	2%	2%	0%	0%	0%	0%
经济假设变动	0%	0%	-2%	0%	0%	0%	0%	0%
市场价值调整	2%	0%	0%	0%	1%	0%	1%	0%
股东股息	-4%	-4%	-1%	-1%	-3%	-3%	-2%	-2%
其他	1%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%
其他业务非营运性利润	5%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
期末	21%	20%	13%	18%	17%	15%	8%	16%

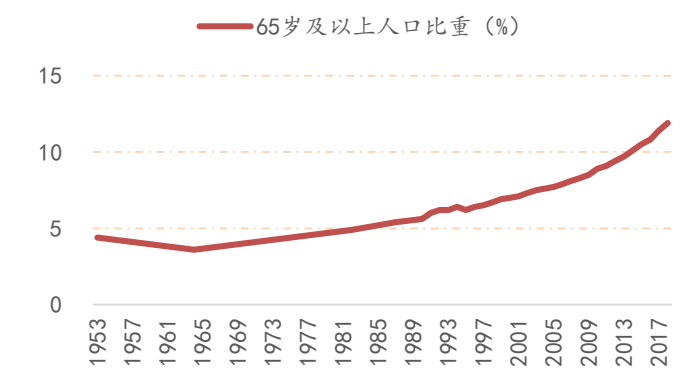
资料来源：公司公告，招商证券

3、长期：健康险仍是蓝海市场，提升代理人素质是关键

(1) 少子老龄化加剧医疗和养老需求

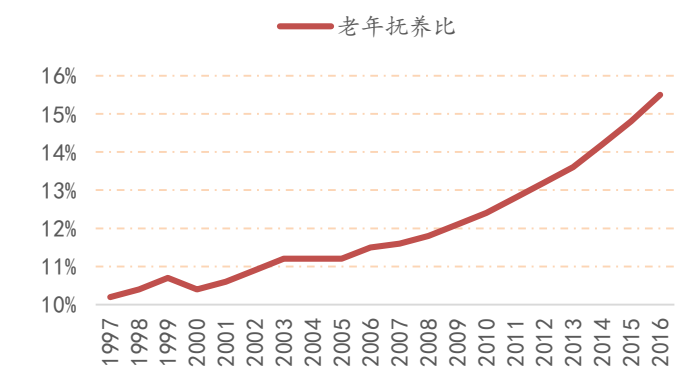
我国进入“少子老龄化”时代，人口老龄化和出生率雪崩的导致结构逐步从“金字塔”朝着“葫芦”推移。一方面，2017 年 65 岁以上人口高达 1.58 亿，占比 11.4%，老年抚养比同样不断攀升，截至 2016 年，我国老年抚养比提升至 15%，即 6 个劳动力需负担 1 名老年人。从年龄结构来说，我们对比 2017 年和 2003 年我国人口结构发现，我国人口占比最高的年龄组从 2003 年的 30-34 岁推移至 2017 年 45-49 岁，我国平均年龄正在逐渐提升（见图 12、13）。另一方面，过去我国实行严格的计划生育，直接导致我国人口出生率雪崩。我们来看几组数据，出生率由 1963 年顶峰的 43.6% 骤降至 2018 年的 10.94%，已经低于印度、尼日利亚等新兴国家。2018 年我国出生人口 1523 万，较 2017 年减少高达 200 万，出生率 10.94%，同比下降 1.5 个百分点。老龄化趋势推动医疗支出进一步增长，而少子化加重养老需求，都将推动商业健康险和养老保险的需求。

图 8: 我国老年人口比重加速上升



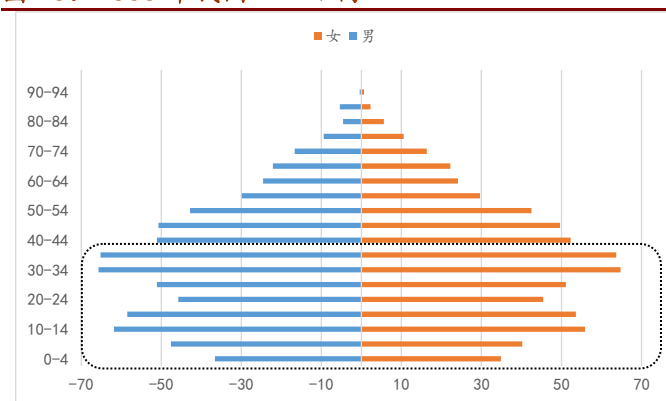
资料来源：人社部，招商证券

图 9: 我国老年抚养比持续攀升



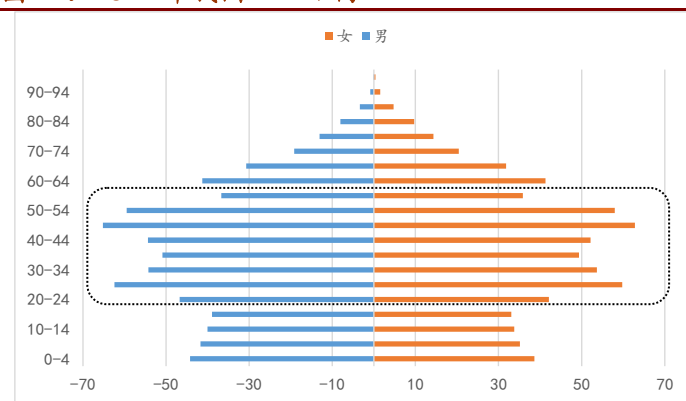
资料来源：人社部，招商证券

图 10: 2003 年我国人口结构



资料来源: 人社部, 招商证券

图 11: 2017 年我国人口结构

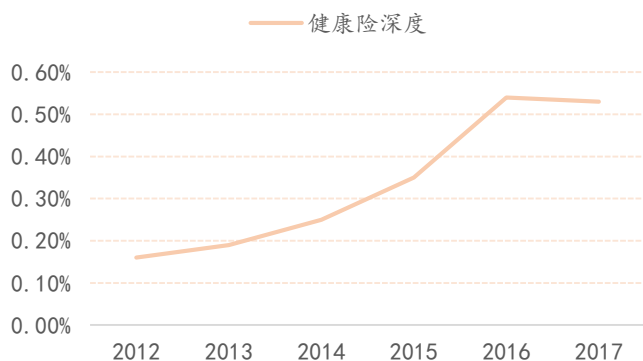


资料来源: 人社部, 招商证券

(2) 健康险渗透度较低, 有待进一步挖掘

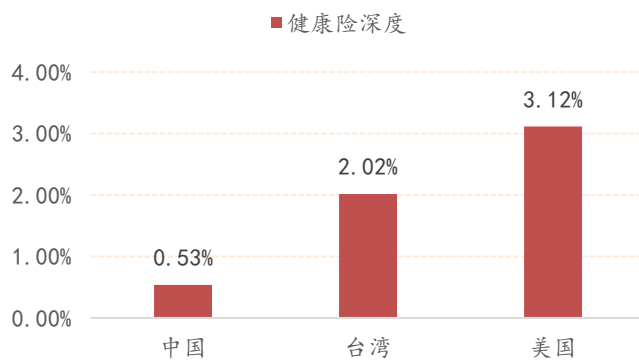
我国健康险近年来迅猛发展, 但渗透率较发达国家仍偏低, 仍是一片蓝海有待挖掘。2009-2017 年健康险保费年均复合增速高达 29%, 远高于寿险(14%)、意外险(17%)。与高速增长态势对比的是, 健康险占人身险比重依旧较低, 2017 年末健康险占人身险比重仅 16%。从统计局和银保监会网站数据显示, 2017 年我国健康险深度仅 0.53%, 而美国、台湾分别为 3.12%、2.02%; 我国健康险密度仅 315.8 元/人, 而美国、台湾为 3144 元、3192 元, 我国仅为其十分之一。无论是健康险密度还是深度, 我国健康险行业与发达国家甚至部分发展中国家均有较大的差距。

图 12: 2012-2017 中国健康险深度在加深, 但仍偏低



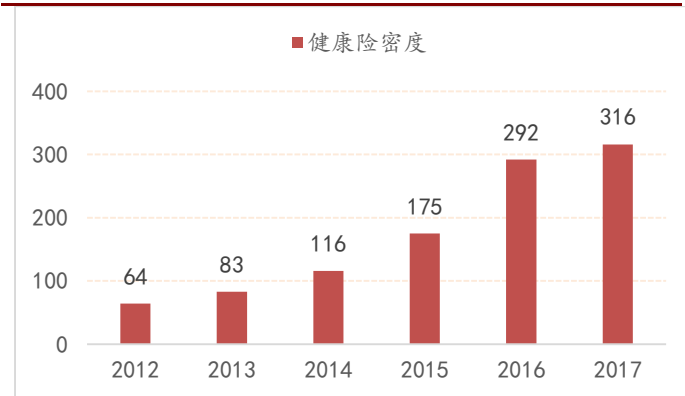
资料来源: 统计局, 招商证券

图 13: 2017 年我国健康险深度仅 0.53%



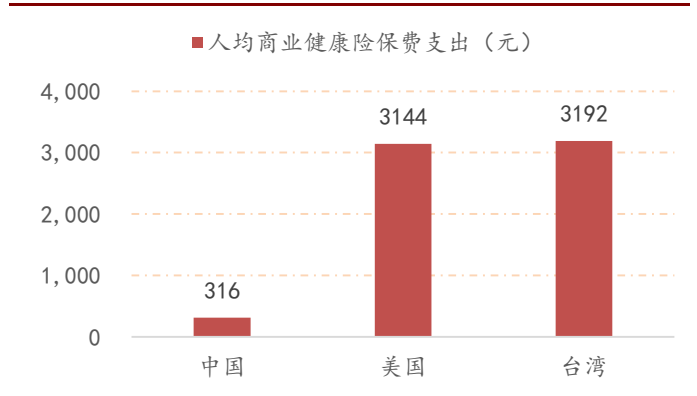
资料来源: 公开资料整理, 招商证券

图 14: 2012-2017 年中国健康险密度



资料来源: 统计局, 招商证券

图 15: 我国人均健康险保费支出仅是美国、台湾的 10%



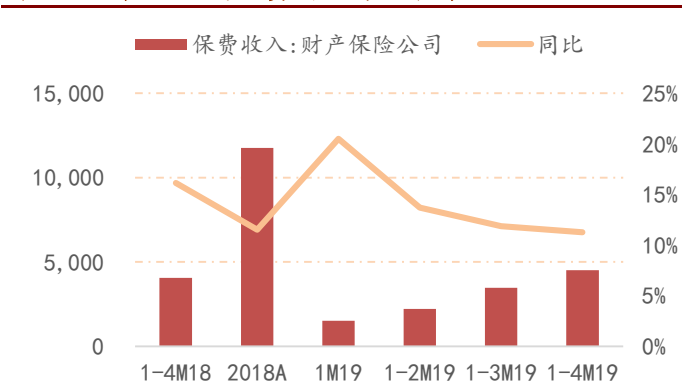
资料来源: 公开资料整理, 招商证券

四、财险: 保费增速持续承压

1、保费增速持续承压, 非车业务成兵家必争之地

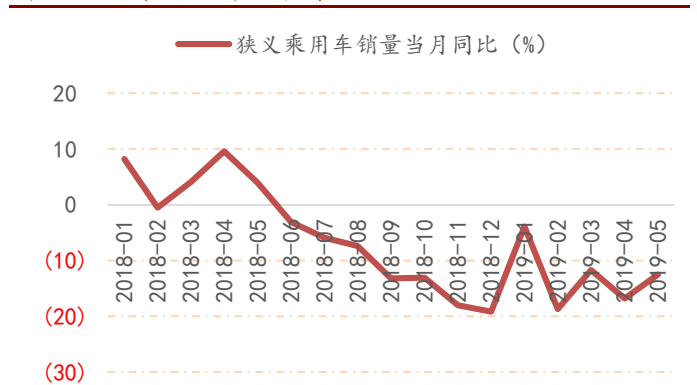
2019 年 1-4 月产险公司总保费 4504 亿, 同比+11%, 较去年同期 16% 的增速下滑 5 个百分点, 预计主要为车险保费增速拖累, 非车业务保持相对较高的增长态势 (中国太保一季度非车险增长 28%, 中国平安 1-4 月意健险增长 41%)。车险增速低迷的原因在于新车销量持续下滑所致, 降幅由年初的 4% 扩大至 5 月份的 12.5% (如图 21 所示), 新车销量增速放缓导致汽车保有量增速随之放缓, 同时新车的车均保费高于存量车, 因此导致车险增速较过去明显放缓。

图 16: 财产险公司保费增速持续下滑 (亿)



资料来源: 银保监会, 招商证券

图 17: 新车销量持续下滑



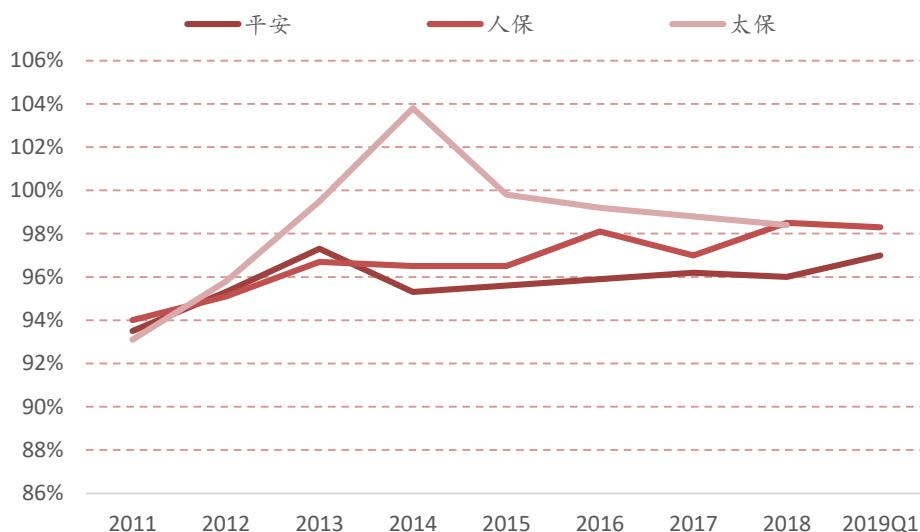
资料来源: wind, 招商证券

展望后续, 在第三次商车费改持续深入降低车均保费和汽车销量承压的背景下, 车险保费增速依旧承压, 财险保费的增长预计依靠非车险的拉动。2019 年一季度平安财险和太保财险保费收入中车险的保费占比为 69% 和 67%, 即车险之外的保费收入占比已超三成, 可简单测算在车险/非车险占比为 70%/30% 的结构下, 若假设车险和非车险全年的增速保持在 5%/25%, 则财险业务整体保费增速可实现 11% 的增速 ($0.7*1.05+0.3*1.25-1$), 我们预计全年财险业务保费收入可维持可维持 10% 左右的增长。

2、综合成本率改善短期不明显

2019 年一季度平安财综合成本率为 97%，较去年同期提升 1.1 个百分点，主要是非手续费等费用支出增加提升费用率，而赔付率仍保持相对平稳，整体综合成本率同比提升明显，预示着当前市场的竞争依旧激烈。当前报行合一和费改的持续深入表明监管层在不遗余力引导行业扭转承保亏损的局面，但我们认为 2019 年车险业务综合成本率短期来看预计改善仍不明显，在当前监管和竞争压力的博弈之下，综合成本率仍未出现改善，预计当前车险市场的竞争依旧粗放，后续监管对于竞争方式的态度将是决定综合成本率走势的核心变量。

图 18：上市险企综合成本率



资料来源：银保监会，招商证券

五、投资建议

1、维持行业推荐评级

上半年保险指数明显跑赢市场，往后看我们认为保险仍维持推荐评级。**资产端**：权益市场受益科创板政策的强力引导有望实现稳中向上，提高保险公司投资收益率；中国经济运行承受内外压力，但总体仍保持平稳好于预期，预计国债期货收益率大幅下行的可能性较小，有望维持当前 3.2% 的水平，改善市场悲观预期，同时考虑到手续费及佣金支出税前扣除比例降低 2019 年税率和追溯调整 2018 年多缴纳的税额，有望增厚保险公司净利润，有望实现翻倍增长。**负债端**：寿险新单 4-5 月承压，但保险公司在 6 月份通过上线新产品、打销售高点、修改基本法力保保费和价值的稳定，我们预计中报数据有望好于预期，同时展望全年，销售时间的拉长和基本法调整推动上市险企保障类产品销售维持相对稳定的增速，进一步调整结构提升价值率，力保新业务价值保持稳定增长。财险受累于新车销量的持续下滑，预计保费增速将逐渐放缓，同时短期综合成本率难以明显改善。

2、个股选择：重点推荐平安，积极关注新华、太保和国寿

(1) **中国平安**：19Q1 公司寿险业务进一步聚焦价值，在“壮士断腕”式主动收缩短交储蓄产品规模的背景下，一季度 NBV 仍实现 6.1% 的增速，彰显公司卓越的代理人素质，预计全年 NBV 增速将持续平稳。2019 年股市回暖将凸显公司利润在 IFRS9 下对投资端的弹性，预计 2019 年公司营运利润将稳定实现 20% 左右的增长，净利润延续高速增长趋势，NBV 同比增长 10%，EV 同比增长 20%。此外长端利率趋势边际向上有利于估值提升。公司当前股价对应 2019 年 P/EV 1.22X，处于历史中枢位置，结合前述因素（基本面、权益弹性、利率），目标估值 1.5X，对应目标价 100 元，与公司回购价格上限基本一致，向上空间 22%。

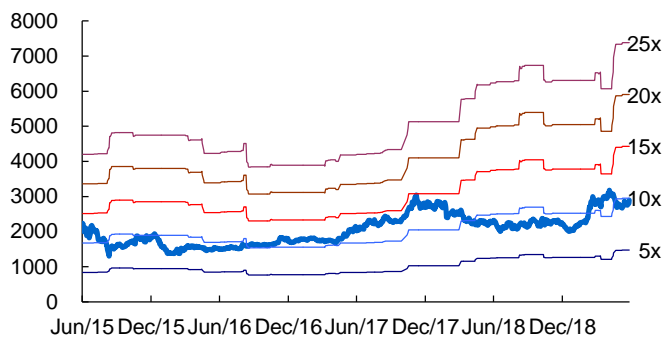
(2) **新华保险**：维持公司强烈推荐评级。虽然短期投资收益欠佳，但是核心竞争力（负债端）在行业承压背景下真正实现“开门红”，仅次于国寿，并且长端利率趋势边际向上有利于估值提升。展望二季度，公司管理层问题明朗化，估值压制因素有望靴子落地，同时公司拥有最稳定的代理人队伍，最有能力通过扩规模实现负债端改善。预计公司 2019 年 NBV 同比增长 10%，EV 同比增长 18%。当前公司股价对应 2019 年 PEV 0.79X，结合前述因素（管理层、利率、基本面）的变化，恢复目标估值 1X，对应目标价 65 元，空间 25%。

(3) **中国人寿**：2019 年公司在新任管理层的带领下，一季报发力彰显老大哥实力，预计业绩增速和价值增速均远高于上市同业水平。展望全年，公司将持续围绕“重振国寿、持续成长”的发展目标，采取“聚焦价值，聚焦大个险”的战略，推动公司开启高质量的发展道路，预计公司 2019 年利润和价值均有望实现高速增长，领先同业。当前估值为 0.84X，目标估值 1.1X，目标价 35 元，空间 29%。

(4) **中国太保**：公司 19Q1 利润表现超预期，但负债端表现差强人意。后续在寿险新任管理层到位后相关业务有望回暖，尽管 18H2 有高基数的压力，但公司相对扎实的代理人基础结合相应的产品策略有望带来新单保费的改善；财险业务今年手续费和税率问题预计将得到改善，带来利润增速由负转正；并且长端利率趋势边际向上有利于估值提升。预计公司 2019 年 NBV 同比增长 5%，EV 同比增长 18%。公司当前股价对应 2019 年 P/EV 0.81X，处于历史低位，安全边际高，结合前述因素（管理层、利率、基本面），维持目标 P/EV 估值 1X 水平，对应目标价 44 元，空间 24%。

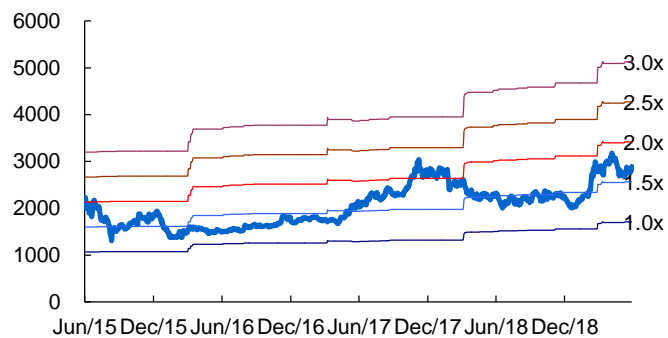
风险提示：代理人下滑导致新单销售不达预期，保障类产品销售下滑导致新业务价值无法达到预期，代理人规模持续下滑，内外承压导致经济下行，传导至利率超预期下行

图 19: 保险行业历史PEBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 20: 保险行业历史PBBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑积沙，非银金融行业首席分析师，美国纽约大学硕士。7年证券从业经历。2015年获得金牛奖第5名（团队），2017年新财富第7名，2018年金牛奖第3名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。