



保险

2020.07.12

无风险利率下行、国债利率上行，全面利好保险

——保险行业 2020 年中报业绩前瞻

	刘欣琦(分析师)	谢雨晟(研究助理)
	021-38676647	021-38674943
	liuxinqi@gtjas.com	Xieyusheng@gtjas.com
证书编号	S0880515050001	S0880119120026

本报告导读:

上半年上市险企负债端呈现复苏态势，预计新单、NBV 等较一季度改善；当前无风险利率下降+国债利率企稳回升带来保险股估值和基本面的双重修复，维持增持评级。

摘要:

- **税收红利已完全释放，预计上市险企上半年净利润增速整体承压：**2019 年二季度起实施税收新政，20 年二季度税收红利已完全释放，我们预计 19 年上半年净利润的高基数是 20 年上半年净利润增速承压的主要原因，我们预测，上市险企上半年归母净利润分别为：新华保险（5.4%）>中国太保（-6.1%）>中国人保（-7.1%）>中国人寿（-7.3%）>中国平安（-8.0%）。
- **疫情拖累寿险增速，二季度起新单及新业务价值呈现复苏态势：**上半年受疫情影响代理人线下销售受阻，寿险保费增速显著放缓，二季度以来上市险企通过把握代理人红利、加大业务推动政策等方式实现新单增长的逐步复苏，我们预计新华保险和中国人保得益于产品高吸引力和代理人大幅扩量实现新单保费正增长；而中国平安、中国太保和中国太平受制于渠道改革短期新单增长动力不足，预计新单保费面临负增长。新业务价值方面，除中国人保得益于期缴转型价值率明显提升从而推动 NBV 增速快速增长外，其余主要上市险企上半年 NBV 增速仍然承压，但较一季度出现边际改善，我们预测分别为：人保寿险（11.5%）>新华保险（-8.0%）>太保寿险（-24.0%）>平安寿险（-25.0%）>太平寿险（-28.0%）。
- **财险恢复平稳增长，预计综合成本率小幅下降：**财险业务刚性特征显著，疫情后业务恢复情况好于寿险，其中，车险增长的主要驱动因素为经济复苏导致的新车销量大幅改善，非车险新单增速主要由健康险、农险和责任险拉动。疫情影响下，财险行业赔付率显著下降，但考虑到 2020 年年内监管将加速推出商业车险综合改革，我们预计上市险企将通过提前计提准备金平滑全年业绩，因此预测上市险企上半年财险综合成本率同比小幅下降，分别为：平安财险（96.5%）、人保财险（97.0%）、太保财险（97.5%）和太平财险（99.0%）。
- **投资建议：**维持行业“增持”评级。2020 年 7 月以来，以银行理财收益率为代表的市场无风险利率超预期下降，叠加国债利率企稳回升，带来保险板块估值与基本面同时提升的戴维斯双击，全面利好保险板块。估值来看，保险板块估值处于历史底部，四家主要 A 股上市险企的 P/EV 估值仅为 0.90 倍，与其他板块相比，更受益于无风险利率下行。基本面来看，国债收益率上升有利于提升保险股内含价值，这将修复此前市场对保险板块过度悲观的基本面预期。建议增持内含价值修复弹性更大的新华保险/中国太保/中国平安。
- **风险提示：**经济复苏低于预期；国债收益率上行低于预期

评级: 增持

上次评级: 增持

细分行业评级

人寿与健康保险	增持
多元化保险	增持

相关报告

保险《车险综合改革推动行业格局强者恒强》	2020.07.09
保险《负债端保费延续改善，资产端为最大超预期》	2020.06.28
保险《保费确定性修复，资产端为最大超预期》	2020.06.13
保险《资产端是未来最大的超预期》	2020.06.11
保险《单月保费显著改善，行业基本面好转趋势确立》	2020.05.27

目 录

1. 税收红利已完全释放，预计净利润增速整体承压	3
2. 疫情拖累寿险增速，新单及NBV呈现复苏态势	3
3. 财险恢复平稳增长，预计综合成本率小幅下降	5
4. 投资建议：无风险利率下降+国债利率上升全面利好保险板块	5
5. 风险提示	7

1. 税收红利已完全释放，预计净利润增速整体承压

2019年二季度起实施税收新政，20年二季度税收红利已完全释放，我们预计19年上半年净利润的高基数是20年上半年净利润增速承压的主要原因，我们预测，上市险企上半年归母净利润分别为：新华保险(5.4%)>中国太保(-6.1%)>中国人保(-7.1%)>中国人寿(-7.3%)>中国平安(-8.0%)。

表 1: 预计上半年上市险企净利润增速整体承压

	19H1 实际所得税率	20H1 预测所得税率	20H1 归母净利润预测
中国平安	-9.0%	-18.8%	-8.0%
中国太保	14.1%	-20.6%	-6.1%
中国人寿	-2.5%	-17.8%	-7.3%
新华保险	6.6%	-16.8%	5.4%
中国人保	11.9%	-18.2%	-7.1%

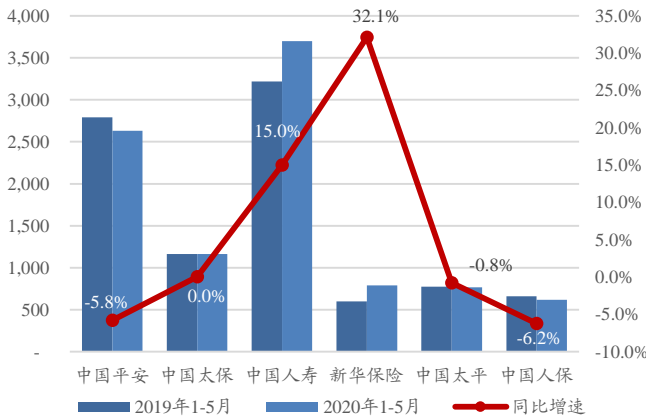
数据来源：公司报告，国泰君安证券研究

2. 疫情拖累寿险增速，新单及NBV呈现复苏态势

2020年上半年，受疫情影响代理人线下销售受阻，寿险行业保费增速显著放缓，1-5月人身险行业原保险保费收入同比增长5.9%（19年同期为16.5%）。上市险企保费增速有所分化，其中新华保险和中国人寿得益于银保业务充分积累保费以及开门红启动较早实现保费增速显著快于行业平均，其余上市险企原保险保费收入增速普遍低于行业水平，1-5月累计原保险保费收入分别为：新华保险（32.1%）>中国人寿（15.0%）>中国太保（0.0%）>中国太平（-0.8%）>中国平安（-5.8%）>中国人保（-6.2%）。

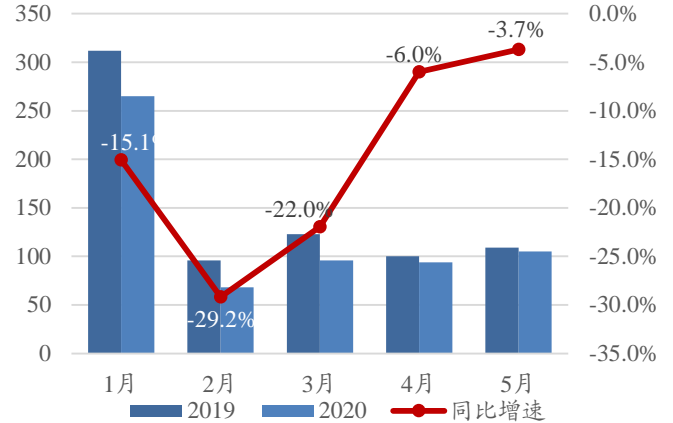
我们预计，二季度上市险企新单保费增速总体出现复苏态势：1)新华保险得益于二季度分公司费用投入较为充裕，叠加开门红期间大力发展4.025%产品以及银保业务推动新单快速增长，预计上半年新单增速同业最快；2)中国人保寿险转型过程中侧重代理人的扩量提质，预计个险新单快速增长而主动压缩银保业务，上半年仍实现新单正增长；3)中国平安寿险改革进程中牺牲短期新单增长，预计上半年新单负增长幅度较一季度略有改善，1-5月，公司累计个险新单2,631亿元，同比-15.0%，其中5月单月个险新单同比增速-3.5%，呈现逐月改善态势；4)中国太保寿险转型主要聚焦“三支队伍”人力建设，短期少量绩优人力的产能提升无法反映在整体大盘上，预计上半年新单负增长幅度与一季度持平；5)中国太平代理人增长有所放缓，个险新单增长大幅低于预期，预计新单表现同业最弱。

图 1: 1-5 月上市险企寿险业务原保险收入增速分化 (百万元)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 2: 中国平安个险新单增速出现复苏态势 (百万元)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

受新单增速影响, 我们认为上市险企上半年新业务价值增速总体上仍然承压, 但较一季度出现边际改善。其中, 新华保险受制于银保规模大幅扩张, 预计新业务价值率同比大幅下降, 导致 NBV 承压; 中国平安疫情期间通过短险、“赠险”等方式获客, 新业务价值率短期受到负面影响; 中国太保坚持价值导向, 二季度加大长期保障型产品销售, 预计价值率较一季度有所提升, NBV 降幅有所收窄; 中国人保聚焦期缴, 新业务价值率预计出现明显提升, 从而推动 NBV 提升; 中国太平受制于新单压力预计 NBV 增速同业最低。我们预测上市险企上半年 NBV 增速分别为: 人保寿险 (11.5%) > 新华保险 (-8.0%) > 太保寿险 (-24.0%) > 平安寿险 (-25.0%) > 太平寿险 (-28.0%)。

表 2: 预计上半年上市险企新业务价值增速边际改善

	20 年上半年 NBV 预测 (百万元)	20 年上半年 NBV 同比增速
平安寿险	30,789	-25.0%
太保寿险	11,345	-24.0%
新华保险	5,419	-8.0%
人保寿险	4,296	11.5%
太平寿险(港元)	4,721	-28.0%

数据来源: 国泰君安证券研究

2020 年上半年, 新业务价值贡献下降、投资收益减少以及 19 年股东分红大幅提升加使得各家公司内含价值增速有所放缓, 我们预测, 各家公司上半年内含价值增速分别为: 平安寿险 (5.4%) > 太保寿险 (5.2%) = 新华保险 (5.2%) > 人保寿险 (4.6%) > 太平寿险 (3.7%)。

表 3: 预计 20 年上半年上市险企内含价值增速有所放缓

	20 年上半年内含价值预测 (百万元)	同比增速
平安寿险	1,265,471	5.4%
太保寿险	416,533	5.2%
新华保险	215,805	5.2%
人保寿险	93,200	4.6%
太平寿险(港元)	171,584	3.7%

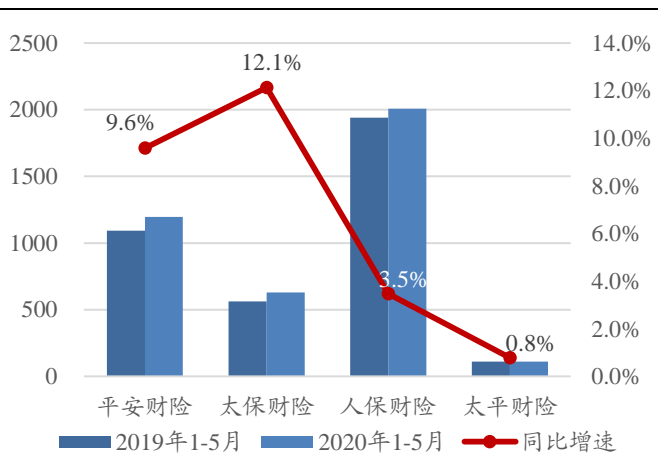
数据来源：国泰君安证券研究

3. 财险恢复平稳增长，预计综合成本率小幅下降

财险业务刚性特征显著，疫情后业务恢复情况好于寿险。2020年1-5月，财险行业累计原保险保费收入同比增长4.3%（19年同期为7.4%）。主要上市险企表现分化，其中太保财险和平安财险保费增速显著高于行业水平，而人保财险和太平财险低于行业平均，1-5月上市险企原保险保费收入分别为：太保财险（12.1%）>平安财险（9.6%）>人保财险（3.5%）>太平财险（0.8%）。分险种来看，车险增长的主要驱动因素为经济复苏导致的新车销量大幅改善，1-5月原保险保费收入增速由负转正达2.1%；非车险方面，行业新单增速主要由健康险、农险和责任险拉动，1-5月原保险保费收入增速分别为39.6%、22.1%和12.4%，而意外险和保证险增速显著下滑，其中意外险主要受制于疫情影响下公众出行减少所致，保证险下滑的主要原因预计为人保财险、平安财险等行业龙头考虑保证险的承保盈利能力下降而主动降低风险敞口所致。

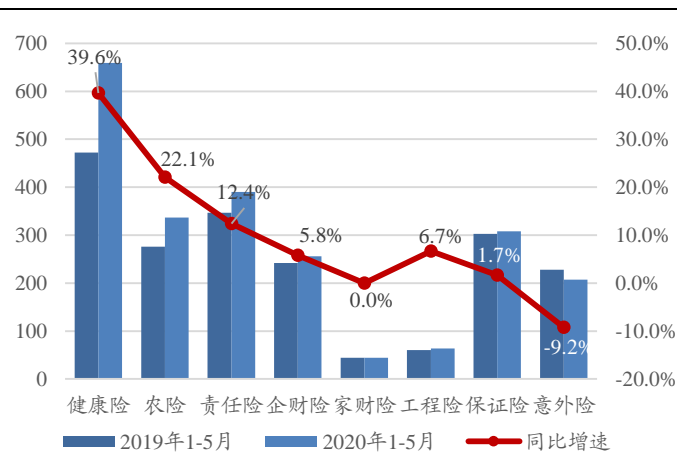
2020年上半年疫情影响下，财险行业赔付率显著下降，但考虑到2020年年内监管将加速推出商业车险综合改革，我们预计上市险企将通过提前计提准备金平滑全年业绩，因此预测上市险企上半年财险综合成本率同比小幅下降，分别为：平安财险（96.5%）、人保财险（97.0%）、太保财险（97.5%）和太平财险（99.0%）。

图 3：1-5 月上市险企财险原保险保费收入增速分化（百万元）



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 4：1-5 月非车由健康险、农险和责任险拉动（百万元）



数据来源：银保监会，国泰君安证券研究

4. 投资建议：无风险利率下降+国债利率上升全面利好保险板块

2020年7月以来，以银行理财收益率为代表的市场无风险利率超预期下降，叠加国债利率企稳回升，带来保险板块估值与基本面同时提升的戴维斯双击，全面利好保险板块。

估值来看，市场无风险利率下行尤其推动低估值风险资产估值提升。当前保险板块估值处于历史底部，与其他板块相比，更受益于无风险利率下行。截至 2020 年 7 月 10 日，A 股上市险企 P/EV 估值水平分别为：中国人寿（1.09 倍）>中国平安（1.07 倍）>新华保险（0.76 倍）>中国太保（0.68 倍）。我们认为，当前上市险企基本面的边际改善支撑保险股成为估值切换过程中的重点配置方向，其中负债端得益于线下全面复工复产以及保险公司的营销推动政策不断深化，下半年新单及新业务价值预计将出现恢复性反弹；资产端权益市场改善以及长端利率企稳回升推动投资收益表现改善。

图 5: 当前 A 股上市险企 P/EV 估值水平处于历史底部 (倍)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

基本面来看，当前国债利率企稳回升，有利于提升保险股内含价值，这将修复此前市场对保险板块过度悲观的基本面预期。根据测算，假设长期投资收益率假设上调 50bp，对上市险企内含价值的影响分别为：中国人寿（8.7%）>新华保险（7.6%）>中国太保（7.4%）>中国平安（4.8%）。

表 4: 长期投资收益率假设上调对内含价值影响为 4.8%~8.7%

公司	2019 年内含价值 (百万元)	长期投资收益率上调 50bp 对内含价值的影响
中国平安	1,200,533	4.8%
中国太保	395,987	7.4%
中国人寿	942,087	8.7%
新华保险	205,043	7.6%

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

我们认为，市场无风险利率下行+国债利率企稳回升两大因素将构成保险股估值和基本面同时提升的戴维斯双击，维持行业“增持”评级，建议增持内含价值修复弹性更大的新华保险/中国太保/中国平安。

表 5: 上市保险公司估值

请务必阅读正文之后的免责条款部分

EVPS	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	P/EV	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	评级
中国平安	54.84	65.67	76.49	89.31	103.93	中国平安	1.50	1.25	1.08	0.92	0.79	增持
新华保险	55.50	65.72	73.34	81.85	91.18	新华保险	1.01	0.85	0.76	0.68	0.61	增持
中国太保	37.09	43.70	49.83	56.81	64.61	中国太保	0.85	0.73	0.64	0.56	0.49	增持
中国人保 H	1.79	2.27	2.65	3.05	3.57	中国人保 H	1.40	1.10	0.95	0.82	0.70	增持
中国太平 H	38.83	46.37	48.53	54.46	61.73	中国太平 H	0.36	0.30	0.29	0.26	0.23	增持
EPS	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	P/E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	评级
中国平安	5.88	8.17	8.56	9.97	11.76	中国平安	14.01	10.07	9.62	8.26	7.00	增持
新华保险	2.54	4.67	4.85	5.30	6.14	新华保险	22.01	11.98	11.53	10.54	9.10	增持
中国太保	1.99	3.06	3.20	3.57	4.12	中国太保	15.94	10.36	9.90	8.87	7.69	增持
中国人保 H	0.30	0.51	0.53	0.60	0.69	中国人保 H	8.25	4.95	4.71	4.17	3.63	增持
中国太平 H	1.92	2.32	3.16	3.72	4.58	中国太平 H	7.28	6.00	4.41	3.75	3.04	增持
中国财险 H	0.68	0.98	0.98	1.06	1.21	中国财险 H	9.23	6.39	6.40	5.92	5.18	增持
BVPS	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	P/B	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	评级
中国平安	30.44	36.83	43.38	51.30	59.11	中国平安	2.70	2.24	1.90	1.61	1.39	增持
新华保险	21.02	27.07	29.02	32.73	37.03	新华保险	2.66	2.06	1.93	1.71	1.51	增持
中国太保	16.51	19.69	21.61	23.75	26.23	中国太保	1.92	1.61	1.47	1.33	1.21	增持
中国人保 H	3.45	4.14	4.61	5.15	5.79	中国人保 H	0.73	0.61	0.54	0.49	0.43	增持
中国太平 H	22.37	24.12	29.14	32.82	37.60	中国太平 H	0.62	0.58	0.48	0.42	0.37	增持
中国财险 H	6.36	7.64	8.24	8.89	9.63	中国财险 H	0.99	0.82	0.76	0.71	0.65	增持

数据来源：Wind，公司报告，国泰君安证券研究。注：股价为 2020 年 7 月 10 日数据，单位为人民币元。

5. 风险提示

- 1) 经济复苏低于预期：经济弱复苏影响投资者的风险偏好，从而使得股票投资的偏好降低；
- 2) 国债收益率上行低于预期：国债收益率上行低于预期将导致 EV 改善幅度低于预期；
- 3) 新单及新业务价值增长不及预期：负债端修复不及预期导致估值提升缺乏动力。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		