

证券研究报告 / 行业动态报告

保险行业中报综述：

寿险 NBV 增速创新高，投资收益边际改善，回归本源强者恒强！

优于大势

上次评级： 优于大势

报告摘要：

四大上市险企已赚保费/净利润同比增长 20.67%/27.9% (剔除平安普惠重组影响)。2017 年上半年国寿、平安、太保和新华的净利润分别同比增长 17.8%、6.5% (若剔除去年同期平安普惠重组影响，同比 +38.8%)、6.0% 和 -2.9%。上市险企净利润高增长主要得益于：1.把握利率上行机遇，总投资收益快速增长；2.坚持业务转型，寿险回归保障本源拉动剩余边际摊销稳健增长，非车险业务 COR 边际改善。

➤ 寿险：

国寿、平安、太保、新华 NBV 分别同比增长 30.2%、46.2%、59.0% 和 28.8%，同时拉动 EV 分别较年初增加 7.0%、15.9%、10.4% 和 9.8%。国寿、平安寿、太保寿和新华的代理人规模分别为 157.8 万人、132.55 万人、87 万人和 33.3 万人，较上年末分别增长 6%、19%、33% 和 2%，增速超过此前市场预期，展现出当前寿险回归“个险为王”经营思路，个险续期业务占渠道总保费比例分别为 70.2%、63.1%、62.9% 和 71.6%。上市险企个险渠道坚持转型拉长期限，收获续期拉动总保费规模抬升的成果。平安的剩余边际在寿险保险合同准备金占比为 48.85% 领跑上市险企，太保寿险占比去年同期提升近 2.4 个 pct，表明未来利润释放的空间在稳步提升。

➤ 产险：

龙头险企业务集中度稳中有升，商业车险二次而费改短期内加剧行业竞争格局。车险业务手续费支出同比激增，行业竞争格局依旧激烈。上半年太保产险/平安产险车险业务手续费及佣金支出同比增长 29.8%/48.7%；占原保险保费收入的比例分别为 17.3 和 17.2% (去年同期分别为 14% 和 13%) 宏观经济企稳助力非车险业务快速发展。太保非车险业务三年内首次盈利，平安普惠重组助力保证保险业务快速推进。

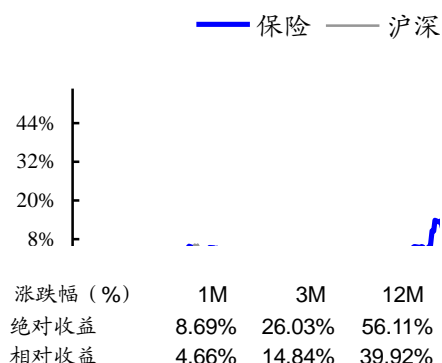
➤ 资产端：

非标资产占比稳步提升，总投资收益稳步提升。国寿、平安、太保和新华的净投资收益率分别为 4.62%、5.0%、5.1% 和 4.9%；国寿、平安、太保和新华的总投资收益分别同比 +11.5%、+55.3%、14.4% 和 -1.7%，主要系受国内资本市场回暖影响，股票基金买卖差价亏损减少，上市险企在把握 A 股结构性牛市的同时，抓住了港股、主题投资的机遇，提升了收益来源。非标资产占比稳步提升，AAA 级评级占比都在 95% 左右。

投资建议：750 日国债收益率移动平均线有望在四季度企稳回升，行业回归保险保障本源利好龙头险企长期健康发展，我们将持续关注行业如何应对保监人身险 134 号文的监管新规，推荐顺序：中国平安、新华保险、中国太保和中国人寿。

风险提示：人身险 134 号文影响超预期，投资收益不达预期

历史收益率曲线



重点公司	投资评级
中国平安	买入
新华保险	买入
中国太保	增持
中国人寿	增持

相关报告

- 《中国平安中报点评：镇白马高价值强增长》
2017-08-21
- 《中国人寿中报点评：结构改善品质提升，拉动 NBV 同比增长 32%》
2017-08-25
- 《新华保险中报点评：历经阵痛、期待涅槃，NBV 同比 28.8% 符合预期！》
2017-08-31
- 《中国太保中报点评：NBV 增速创历史新高，非车险产险承保近三年首次盈利》
2017-08-31

证券分析师：张经纬

执业证书编号：S0550517080002
(021)20363209 zhangjw@nesc.cn

研究助理：葛玉翔

执业证书编号：S0550517080040
(021)20361183 geyx@nesc.cn
13761633787

1. 业绩回顾：寿险增速亮眼

1.1. 净利润增速超出市场预期：合计同比大增 27.9%

四大上市险企已赚保费/净利润同比增长 20.67%/27.9%（剔除平安普惠重组影响）。2017 年上半年中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险的净利润分别同比+17.8%、+6.5%（若剔除去年同期平安普惠重组影响，同比增长 38.8%。）、+6.0%和-2.9%。上市险企净利润高增长主要得益于：1.把握利率上行机遇，总投资收益快速增长；2.坚持业务转型，寿险回归保障本源拉动剩余边际摊销稳健增长，非车险业务COR边际改善。

表 1：2017H 上半年上市险企经营业绩概览

	已赚保费	同比	投资收益	同比	净利润	同比	同比 (剔除平安普惠重组影响)
中国人寿	3,362.70	18.30%	640.20	17.68%	122.42	17.77%	17.77%
中国平安	3,211.71	31.83%	582.71	16.13%	434.27	6.50%	38.85%
中国太保	1,515.56	24.11%	239.59	15.61%	65.09	5.98%	5.98%
新华保险	601.49	-14.44%	165.89	-0.15%	32.37	-2.88%	-2.88%
合计值	8,691.46	20.67%	1,628.39	14.78%	654.15	7.86%	27.90%

数据来源：东北证券，公司公告

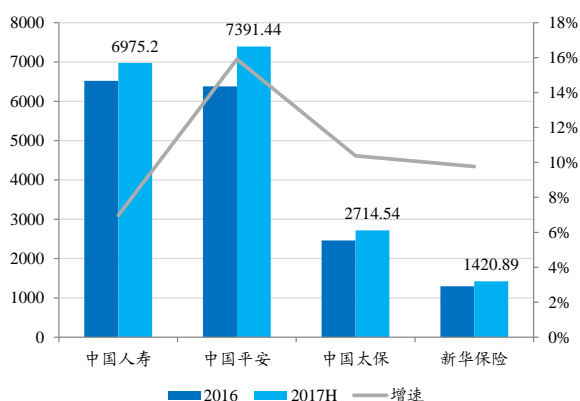
平安集团净利润保持高增长除了资产端的投资收益增长领跑上市险企外，平安寿险和资管业务超预期增长大幅拉升对集团业绩贡献。寿险业务归母净利润同比+36.7%至 235.76 亿元，贡献占比提升 12 个 pct；信托业务得益于投资收益的增加，归母净利润同比增加 1.5 倍至 22.62 亿元。新华业绩增速显著低于同业主要系：1.投资收益同比减少 1.7%，因去年同期基金分红的基数过高；2.前期银保高现价产品逐步到期使得满期给付增加 32.08 亿元；3.受不可用于抵扣税款的费用影响使得当期所得税费用同比增加 82.9%，拖累净利增速。

1.2. NBV 激增拉动 EV 快速增长

上半年国寿、平安、太保、新华 NBV 分别同比增长 30.2%、46.2%、59.0%和 28.8%，同时拉动 EV 分别较年初增加 7.0%、15.9%、10.4%和 9.8%。其中，平安的寿险 EV 增幅高达 23.9%，远超同业的原因是运营经验差异（来自退保益、费差益、死差益的正面贡献）和投资回报差异（上半年总投资收益同比增长）均有较大的正向贡献。

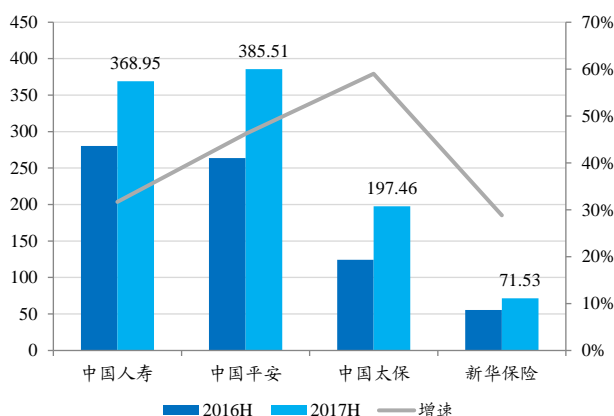
NBV Margin 大幅改善，得益于上市险企加速回归保障本源，对产品升级转型。上半年国寿、平安、太保和新华的 NBV Margin（基于新单保费的新业务价值率）分别同比大幅提升了 4.6、3.0、7.6 和 24.0 个 pct。新业务价值率的高速增长得益于上市险企拉长产品期限，大力发展保障型业务。以新华为例，得益于：1.个险渠道规模占比提升 40 个百分点至 73%；2.期交规模占比提升 55 个百分点至 94%；3.长期健康险规模占比提升 21 个百分点至 35%。

图 1：上市险企内含价值及增速



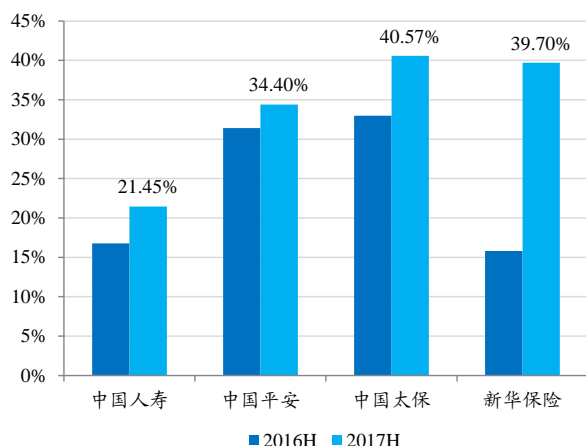
数据来源：东北证券，公司公告

图 2：上半年寿险业务 NBV 及增速 (亿元)



数据来源：东北证券，公司公告

图 3：上市险企 NBV Margin



数据来源：东北证券，公司公告

图 4：平安寿险各渠道 NBV Margin

	2015A	2016H	2016A	2017H
个人业务	49.1%	37.3%	45.7%	39.6%
代理人渠道	55.0%	42.9%	51.4%	41.5%
长期保障型	84.6%	80.3%	82.9%	86.4%
短交储蓄型	19.0%	15.4%	15.3%	15.4%
长交储蓄型	44.7%	29.8%	31.0%	35.5%
短期险	23.9%	27.1%	27.2%	29.3%
电销、互联网及其他渠道	46.0%	44.7%	43.0%	42.9%
银保渠道	4.1%	0.7%	2.8%	7.6%
团险业务	1.7%	0.9%	1.1%	0.8%
寿险及健康险业务合计	38.8%	31.4%	37.4%	34.4%

数据来源：东北证券，公司公告

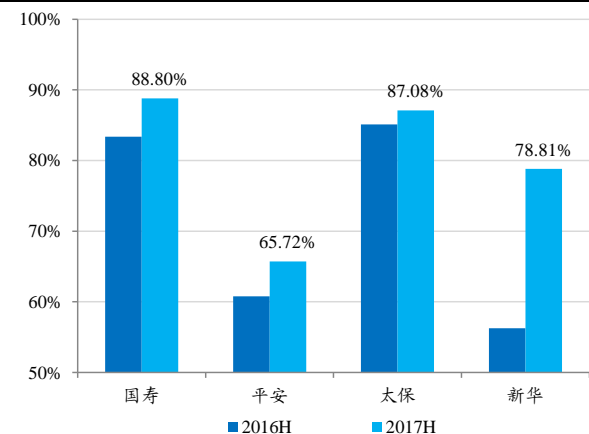
2. 寿险：深化转型回归本源

2.1. 渠道转型：个险为王，银保蜕变

2017 年半年末，国寿、平安寿、太保寿和新华的代理人规模分别为 157.8 万人、132.55 万人、87 万人和 33.3 万人，较上年末分别增长 5.6%、19%、33%和 2%，增速超过此前市场预期，展现出当前寿险回归“个险为王”经营思路，但是四家上市险企对于代理人发展的规划并不完全相同。

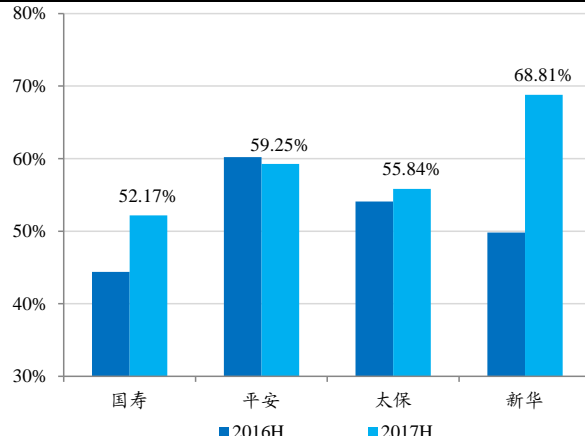
太保寿险坚持人力和产能“双轮驱动”，坚持有效增员，提升新人质量，推动队伍结构改善国寿坚持扩量提质的队伍发展策略，扩大增员入口，升级新人和主管培养体系，在队伍规模平稳增长的同时，着力改善队伍质态。新华则以强调营销基本制度和基础管理为抓手，按照“先将后兵”、“高中层基本稳定，低层适度流动”的人力发展原则，促进人力发展和产能提升，公司在中期业绩发布中新华管理层明确表示：“分公司目标举绩率超过 50%甚至到 60%时才允许增员，公司整体目标留存率要超过 50%。

图 5：上市险企个险渠道保费收入占比



数据来源：东北证券，公司公告

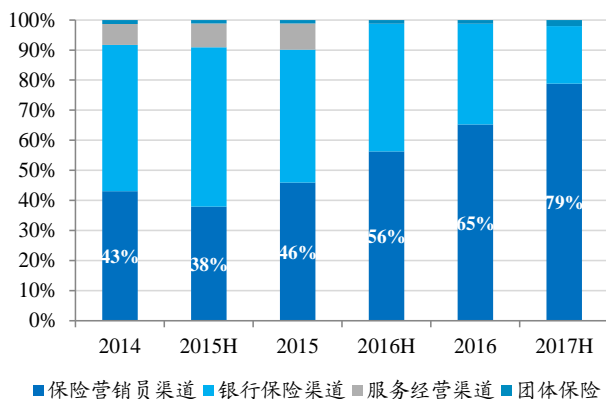
图 6：上市险企寿险业务续期业务收入占比



数据来源：东北证券，公司公告

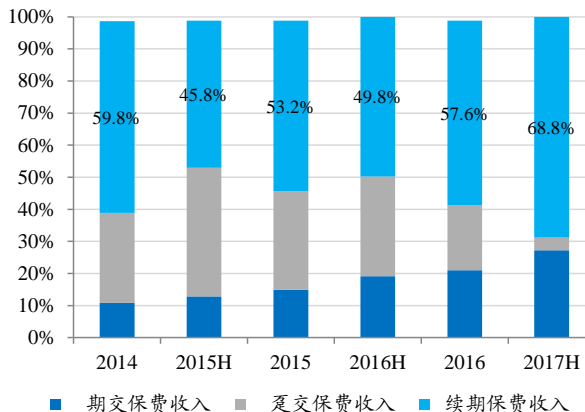
个险渠道坚持转型拉长期限，收获续期拉动总保费规模抬升的成果。以中国人寿为例，十年期及以上首年期交保费同比增长8.0%，占首年期交保费的比重分为53.05%；新华保险十年期及以上期交保费为108.27亿元，同比增长41.0%。占首年保费的比例达到56.7%。上市险企中，国寿、平安寿、太保寿和新华个险续期业务占渠道总保费比例分别为70.2%、63.1%、62.9%和71.6%。

图 7：新华保险总保费分渠道占比



数据来源：东北证券，公司公告

图 8：新华保险总保费占比（按缴费结构）



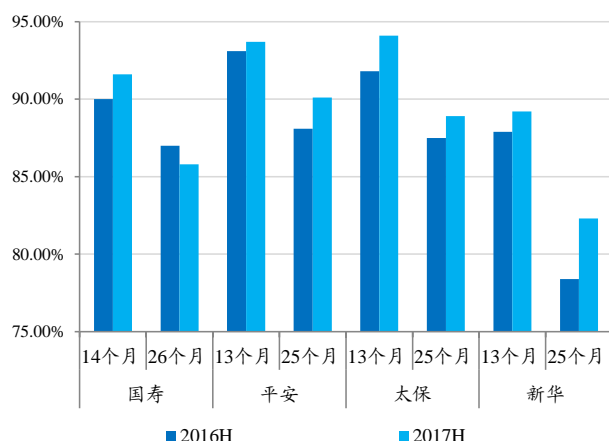
数据来源：东北证券，公司公告

银保渠道，在总规模保费出现明显收缩的背景下，上市险企依旧加大了对新单期缴业务的布局，在提升业务品质的同时，加大了对新业务价值的贡献。国寿依托参股子公司广发行的优势，银保渠道坚持银邮代理和自营双轮驱动，在进一步压缩趸交业务的同时，加大期交业务发展力度，增强渠道价值贡献。银保渠道保险规划师队伍月均举绩人力同比增长26.5%。太保寿险虽未披露银保细分数据，但其“其他渠道”（主要为银保业务）保费为87.78亿元，同比下降18.8%。新华银保渠道保费占比从去年同期的34%大幅下滑至19%，主要系大幅收缩银保趸交业务。平安银保渠道深化价值蜕变，新单期缴保费占比近6成，渠道NBV Margin同比大增近10倍。

2.2. 业务品质提升：继续率抬升退保率大幅改善

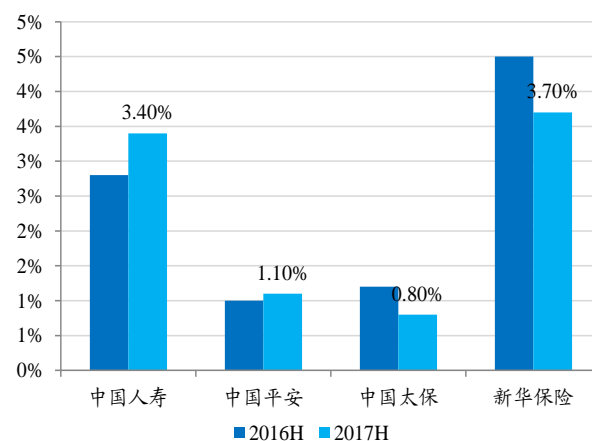
由于上市险企坚持寿险业务的转型，受益于银保趸交业务的大幅收缩、长期保障型业务的大力发展，保险继续率和退保率均改善明显。太保寿险个人客户 13 个月及 25 个月保单继续率同比分别上升 2.3 个和 1.4 个 pct. 至 94.1% 和 88.9%；退保率下降 0.4 个 pct. 至 0.8%。国寿保单持续率（14 个月及 26 个月）分别达 91.60% 和 85.80%；退保率为 3.40%，较去年同期提升 0.6 个 pct.（系前期银保渠道部分一年期和两年期的快返产品逐年退保的影响）平安寿险 13 个月和 24 个月保单继续率同比上升 0.6 个 pct. 和 2.0 个 pct. 至 93.7% 和 90.1%

图 9：上市险企保单继续率



数据来源：东北证券，公司公告

图 10：上市险企退保率



数据来源：东北证券，公司公告

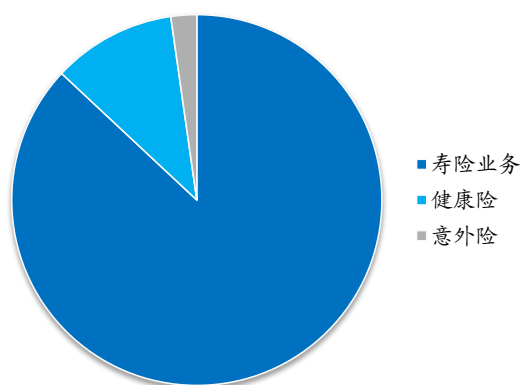
2.3. 产品回归保障本源，大力发展长期保障型产品

从行业整体来看，具有长期稳健风险管理和保障功能的普通寿险业务规模保费占比 52.91%，较去年底上升 16.71 个 pct.；万能险占比 17.4%，下降 19.45 个 pct.；分红险占比 28.80%，上升 5.04 个 pct.。从新单业务结构看，期缴原保险保费收入占比 33.11%，同比上升 6.47 个 pct.。其中，3 至 5 年期和 10 年期及以上期缴份额上升比较明显，分别占新单业务的 12.12% 和 15.74%，占比上升 2.58 和 2.11 个 pct.。

平安寿险上半年完成少儿保障型产品“少儿平安福”升级换代；聚焦“产品+”战略，积极推进产品创新，持续升级“平安福+平安 RUN”健康行项目，不断优化奖励方式以增加客户黏性。

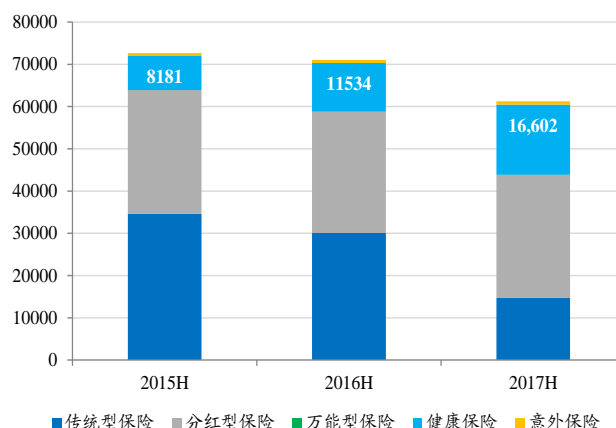
新华则旗帜鲜明地将健康保险作为公司未来长期发展的突破点。公司已将健康险作为核心业务发展，上半年实现保费收入 166.02 亿元，同比增长 43.9%，上半年行业健康险保费收入增速仅为 10.87%，创近 5 年来新低。而新华取得高增长的主要得益于公司打造以“健康无忧”为代表的健康险，通过全面保障、三款模式以及较低的门槛提升客户满意度的同时加强了对业绩与价值的贡献。根据中期业绩发布会，公司“健康无忧”全年目标销售额 100 亿元，今年新推附加医疗保险（住院和门诊医疗保险），目标销售额是十几个亿，明年争取翻倍，同时公司正研发积累期和领取期分开管理的养老年金产品。

图 11: 中国人寿 2017H 保险业务收入分部



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 12: 新华保险近三年保费收入结构比较 (亿元)



数据来源: 东北证券, 公司公告

近年来, 保险公司不断完善和丰富数据披露, 剩余边际成为投资者分析寿险公司未来利润释放的重要参考指标。根据定义, 剩余边际是保险合同准备金的一个组成部分, 是为了不确认首日利得而提取的准备金, 如果为负数, 则置零。剩余边际的增长主要来源于新业务。上半年末, 除新华保险未主动披露外, 国寿、平安寿险和太保寿险均主动披露剩余边际的数值, 平安的剩余边际在寿险保险合同准备金占比为 48.85% 领跑上市险企, 太保寿险占比较去年同期提升近 2.4 个 pct., 表明未来利润释放的空间在稳步提升。

表 2: 上市寿险公司剩余边际及寿险保险合同准备金占比

公司名称	剩余边际			剩余边际占报告期末寿险及长期健康险比例	
	2016H	2017H	同比	2016H	2017H
国寿	5153.74	5760.88	11.8%	28.65%	29.62%
平安寿险	4546.77	5453.29	19.9%	48.71%	48.85%
太保寿险	1725.992	2157.49	25.0%	29.31%	31.71%
合计值	11426.502	13371.66	17.0%	34.41%	35.73%

数据来源: 东北证券, 公司公告

3. 产险: 非车业务成为利润增长的主要贡献点

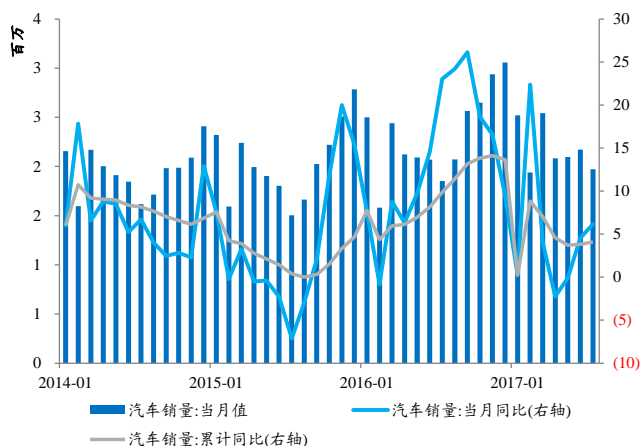
2017 年上半年平安产险、太保产险分别实现净利润 68.95 亿元和 20.49 亿元, 分别同比微增 0.4% 和下滑 5.0%, 非车业务提振业绩表现, 行业竞争格局加剧手续费支出及佣金支出激增拖累业绩增速。

3.1. 车险业务: 龙头企业规模稳中有升, 竞争格局依旧激烈

龙头险企业业务集中度稳中有升, 商业车险二次而费改短期内加剧行业竞争格局。平安产险车险原保费收入同比增长 13.6% 至 802.60 亿元, 市占率同比提升 0.8 个 pct.

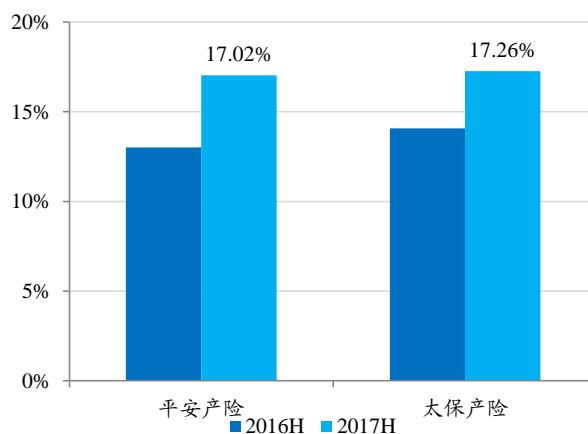
至 22.3%，COR 为 97.1%，主要系自交叉销售、车商渠道的保费收入持续稳定增长。太保产险实现车险业务收入 398.43 亿元，同比增长 5.8%；COR 为 98.6%（yoy+0.4 个 pct），其中综合赔付率 61.1%，同比上升 0.4 个 pct，综合费用率 37.5%，同比持平。

图 13：车险销量同比增速出现下滑



数据来源：东北证券，Wind

图 14：车险业务手续费及佣金支出/原保费收入



数据来源：东北证券，公司公告

车险业务手续费支出同比激增，行业竞争格局依旧激烈。上半年太保产险/平安产险车险业务手续费及佣金支出同比增长 29.8%/48.7%至 68.78 亿元/136.61 亿元，主要系市场竞争加剧所致，手续费支出占原保险保费收入的比例分别为 17.3 和 17.2%（去年同期分别为 14%和 13%）。未来，随着商业车险二次费改的落地，险企为获得优质客户的成本进一步抬升，短期内竞争格局依旧激烈。

但是长期来看，尤其是从国际来看，车险费改后市场集中度有望提升，寡头垄断更加明显。因为：1.没有费率市场化前，存在监管套利；2.大型险企拥有渠道优势，受益于管控力强大的电网销以及车商合作，而中小险企大部分从经纪公司和代理公司获取业务，议价能力较低。3.大型公司在数据积累和风险选择定价上有着得天独厚的优势。

3.2. 非车险业务：太保三年内首次盈利，平安普惠重组

宏观经济企稳助力非车业务快速发展。从行业整体来看，随着宏观经济企稳和政策支持力度不断加大，非车险业务实现原保险保费收入 1681.53 亿元，同比增长 25.35%，较去年同期上升 20.01 个 pct.，业务占比多年来首次突破 30%至 31.87%。据保监会披露，其中，与宏观经济相关性较强的企财险、货运险结束负增长，分别实现原保险保费收入 245.54 亿元、52.50 亿元；与国计民生密切相关的责任保险和农业保险业务继续保持较快增长，分别实现原保险保费收入 236.18 亿元和 287.69 亿元，同比增长 21.07%和 15.54%。

表 3：上市险企综合成本率一览 (%)

	太保产险	平安产险率	中国人保
机动车辆险	98.6	97.1	96.0
企财险	99.0	91.9	82.0

责任险	94.9	89.3	92.7
农险	95.3		93.1
健康险/意外险	108.1	69.7	
保证保险		91.5	
合计	98.7	96.1	95.5

数据来源：东北证券，公司公告

太保非车业务三年内首次盈利，平安普惠重组助力保证保险业务快速推进。平安产险原保费收入同比增长 89.7%至 201.58 亿元。其中，保证险原保险保费收入由去年同期的 13.32 亿元大幅增长至 2017 年上半年的 95.15 亿元，主要原因是公司对保证保险产品结构及业务进行调整，线上保证保险业务模式快速推进。太保产险非车险业务收入 126.42 亿元，同比增长 9.3%；综合成本率下降 6.3 个 pct.至 99.3%，近三年首次实现承保盈利，其中综合赔付率 60.1%，同比下降 3.4 个 pct.，综合费用率 39.2%，同比下降 2.9 个 pct.。企财险、责任险、意外险、货运险等主要险种均实现承保盈利；农险持续扩大经营覆盖面，加大产品创新力度，全面推广“e 农险”新技术，推进农险业务在品质可控的前提下保持快速发展，实现保险业务收入 15.64 亿元，同比增长 73.0%，综合成本率为 95.3%，同比下降 3.6 个 pct.。

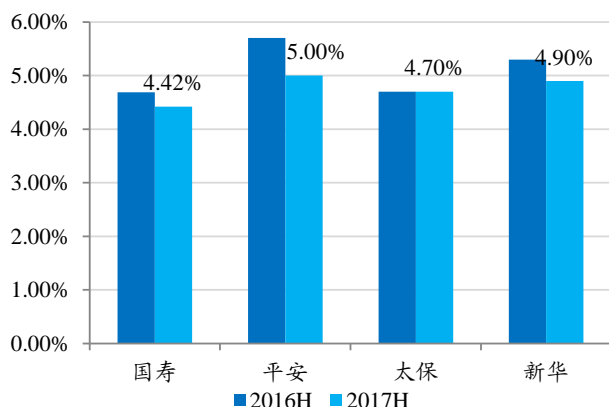
4. 资产端：非标资产占比稳步提升，总投资收益稳步提升

4.1. 投资收益平稳增长，助力净利润边际改善

从行业整体来看，上半年资金运用配置有所优化，投资收益平稳增长。上半年，资金运用余额 14.5 万亿元，较年初增长 8.28%。其中，债券占比 34.24%，较年初上升 2.09 个 pct.；债权投资计划、保单质押贷款等占比 14.61%，较年初上升 1.44 个 pct.；银行存款和基金占比 14.89%和 5.22%，下降 3.66 和 1.17 个 pct.；股票投资余额占比 7.13%，上升 0.23 个 pct.。资金运用收益 3717.34 亿元，同比增长 26.23%。其中，债券收益 989.22 亿元，同比增长 6.27%；长期股权投资收益 595.51 亿元，同比增长 9.32%。

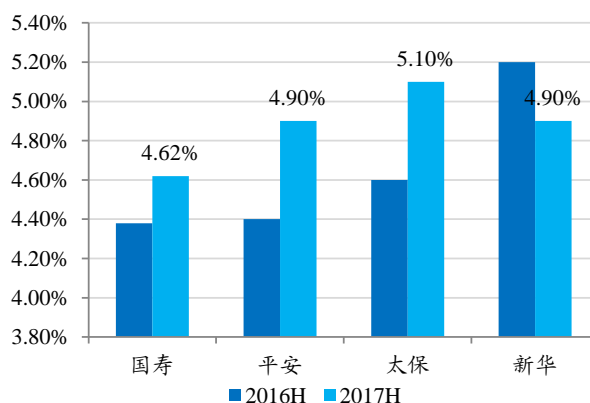
上市险企净投资收益率稳中有升，边际改善。国寿、平安、太保和新华的总投资收益率分别为 4.71%、4.9%、4.7%和 4.9%；国寿、平安、太保和新华的净投资收益率分别为 4.62%、5.0%、5.1%和 4.9%；国寿、平安、太保和新华的总投资收益分别同比+11.5%、+55.3%、14.4%和-1.7%，主要系受国内资本市场回暖影响，股票基金买卖差价亏损减少，上市险企在把握 A 股结构性牛市的同时，抓住了港股、主题投资的机遇，提升了收益来源。

图 15: 上市险企总投资收益率



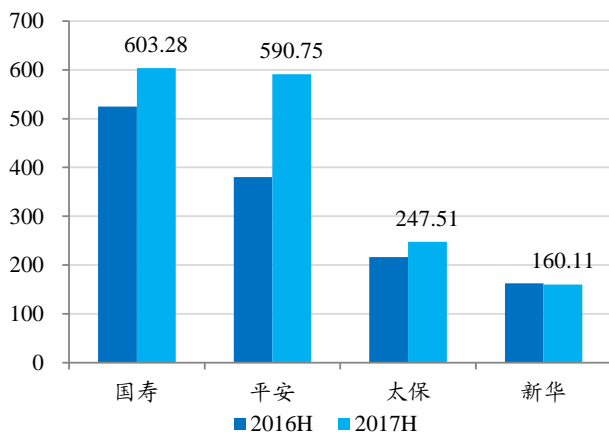
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 16: 上市险企净投资收益率



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 17: 上市险企总投资收益 (亿元)

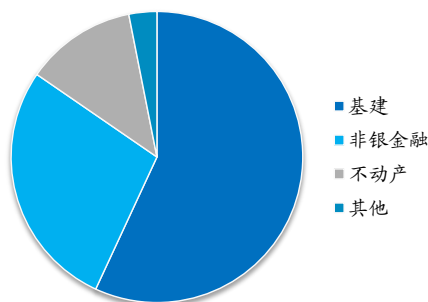


数据来源: 东北证券, 公司公告

4.2. 非标资产占比稳步提升

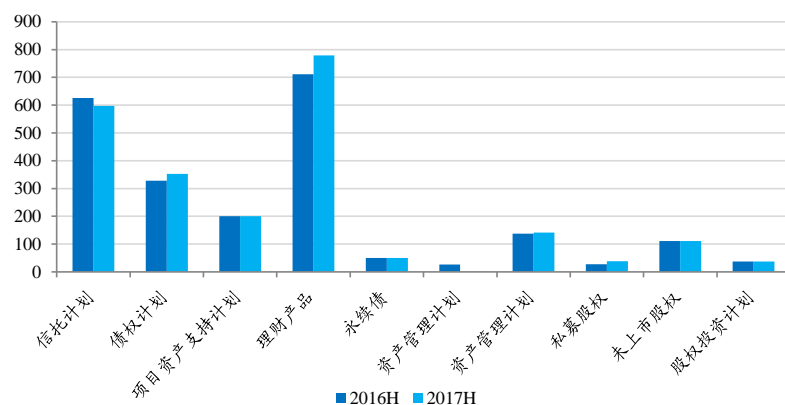
非标资产占比稳步提升, AAA 级评级占比都在 95%左右。平安所持债权计划和信托计划外部信用评级 95%以上为 AAA, 5%左右为 AA+及 AA。太保非标资产投资 2020.83 亿元, 在投资资产中占比达 19.6%, 较上年末上升 6.4 个 pct., AAA 级占比达 95.0%。新华非标资产投资较上年末增加 2.3%至 2307.02 亿元, 在投资资产中占比达 19.6%, 较上年末上升 6.4 个 pct., AAA 级占比达 95.0%。新华前期定期存款逐步到期, 由此加大了银保理财产品的配置。中国人寿则把握利率阶段性高位的配置窗口, 加大长久期债券、债权型非标产品的配置力度, 公司债权型金融产品 (包括债权投资计划、股权投资计划、信托计划、项目资产支持计划、信贷资产支持证券、专项资管计划、资产管理产品等) 较去年末增加 84%至 2438.17 亿元, 占比提升近 4 个 pct.至 9.39%。

图 18: 中国平安非标资产占比



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 19: 新华保险非标资产配置情况 (亿元)



数据来源: 东北证券, 公司公告

5. 投资建议

5.1. 750 日国债收益率移动平均线四季度将迎来拐点, 准备金补提压力趋缓

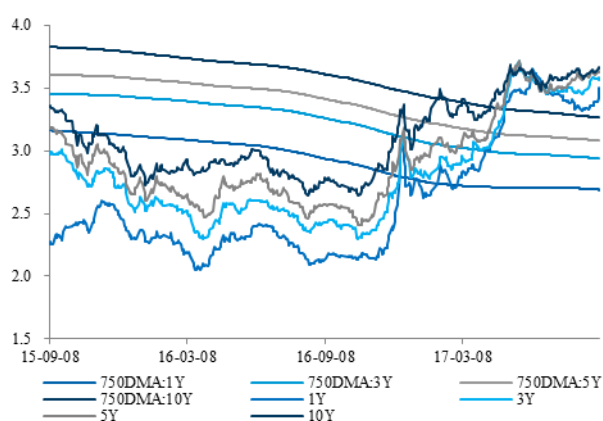
我们预计, 750 日 10 年期国债收益率移动平均线将在四季度企稳, 17 年上半年下行约 15 个 BP, 2018 年全年将上行 8 个 BP, 责任准备金补提影响正逐步出清, 利润将在 2018 年逐步释放。

表 4: 2017H 上市险企责任准备金补提情况一览

公司名称	2016H	2017H	同比	税前利润	影响比例
中国人寿	107.31	131.81	22.83%	95.98	-57.9%
中国平安	92.32	154.17	67.00%	655.48	-19.0%
中国太保	40.31	41.88	3.89%	95.98	-30.4%
新华保险	15.53	19.94	28.40%	48.79	-29.0%
合计	255.47	347.8	36.14%	896.23	-28.0%

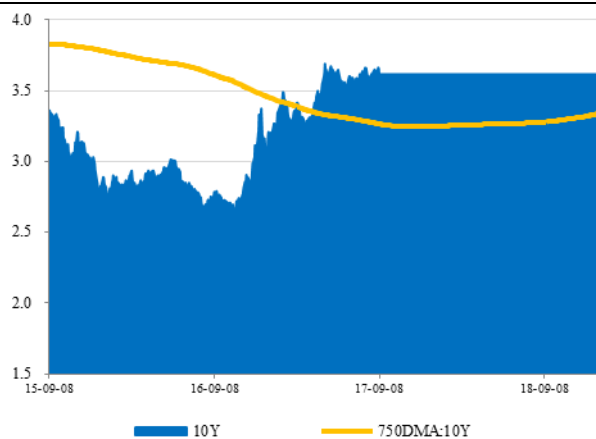
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 20: 国债到期收益率及 750 天移动平均 (%)



数据来源: 东北证券, Wind

图 21: 10 期国债收益率 750 日移动均值测算 (%)



数据来源: 东北证券, Wind

5.2. 行业回归保障助力龙头险企强者恒强

保监人身险 134 号文将于 2017 年 10 月 1 日正式开始实施，新规下，两全、年金，首次生存金给付应在保单生效满 5 年之后，且每年给付或领取比例不得超过已交保险费的 20%；险企不得以附加险形式设计万能或投连产品。

我们也将持续性关注新规对上市险企的后续影响，但是长期来看，新规倒逼寿险公司回归保障本源，对现有产品进行转型升级，大力发展定期寿险、终身寿险、长期年金产品和客制化的产品等，进一步大幅压缩短期储蓄型的低 NBV Margin 的业务（根据平安披露短交储蓄型产品 NBV Margin 为 15.4%，而长期保障性业务高达 86.4%），我们预计明年新产品落地后，单个产品保费会大概率提升，险企将通过差异化的产品和丰富的保障内涵来提升对客户的粘性，长期来看这与保监会此前坚持“保险姓保”、回归本源的监管思路一脉相承，长期来看利好寿险行业的长期健康发展。同时，整体来看，新规对中小型险企的打击会比大公司更加明显。

中国平安：综合金融模式进一步优化，客均利润同比增长 18.5% 至 241.66 元，客户价值稳步提升。寿险业务强者恒强，收获价值成长成果。大资管业务利润贡献已达 16%，结构进一步优化。陆金所实现盈利补齐互金板块增长空间。我们采取分部估值法给平安集团估值，同时考虑到个人客户持续增加和公司对客户利润的不断挖掘，对寿险业务给予 1.4 倍 PEV，对产险业务给予 12 倍 PE，证券业务给予 2 倍 PB，银行业务给予 1.3 倍 PB，信托业务给予 25 倍 PE，其余资管业务给予 18 倍 PE，互联网金融业务给予 35 倍 PE，得出中国平安每股目标价格为 65.62 元，给予“买入”评级。

新华保险：公司坚持发展期交业务，尤其是十年期及以上期交业务，逐步形成依靠期交和续期拉动总保费规模增长的发展模式，**据规划十年期及以上首年期交保费占比目标是 85%。**“健康无忧”产品已形成良好的市场口碑，未来有望进一步提升对公司业绩和内估值的贡献。当前公司每股内含价值为 45.54 元，对应 P/EV 为 1.36X，我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 1.55 元、1.64 元、2.17 元，**每股内含价值为 47.71 元、53.44 元和 61.46 元，目标价为 69.47 元，给予“买入”评级**

中国太保：公司专注保险主业，精耕细作，在行业回归保险本源，监管层强调“保险姓保”的背景下，公司将迎来转型 1.0 后的收获期。同时，新的管理层上任后提出了新的愿景，通过人才、数字、管控和布局来进一步推动深化转型 2.0 改革。我们预计，2017-2019 年公司 EPS 分别为 1.50 元、1.76 元和 2.10 元，每股内含价值为 32.97 元、38.18 元和 47.16 元，**目标价 45.82 元，给予“增持”评级**

中国人寿：公司寿险行业龙头依旧，首次披露剩余边际数据彰显对未来利润释放的信心。营销员队伍行业第一，但仍需持续关注产能指标。保监会人身险 134 号文的对公司的实际影响有待时间的检验。保险产品结构改善，品质提升。展望下半年，750 日国债收益率曲线将在 3 季末企稳迎来拐点，准备金补提压力下半年趋缓，18 年贡献正面效应。**我们预计 2017-2019 年，公司每股内含价值为 27.22 元、31.71 元和 37.10，目标价 32.66 元。**

分析师简介:

葛玉翔: 上海财经大学经济学/会计学学士, 保险硕士, 2017年加入东北证券, 任非银金融行业研究员

张经纬: 美国约翰霍普金斯大学金融/MBA硕士, 2015年加入东北证券, 任非银金融行业分析师

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 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, 须在本公司允许的范围使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市

生态大街6666号
邮编: 130119
电话: 4006000686
传真: (0431)85680032
网址: <http://www.nesc.cn>

中国 北京市西城区

锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编: 100033
电话: (010)63210800
传真: (010)63210867

中国 上海市浦东新区

杨高南路729号
邮编: 200127
电话: (021)20361009
传真: (021)20361258

中国 深圳南山区

大冲商务中心1栋2号楼24D
邮编: 518000

机构销售

华北地区

销售总监 李航
电话: (010) 63210890
手机: 185-1501-8255
邮箱: lihang@nesc.cn

华东地区

销售总监 袁颖
电话: (021) 20361100
手机: 136-2169-3507
邮箱: yuanying@nesc.cn

华南地区

销售总监 邱晓星
电话: (0755) 33975865
手机: 186-6457-9712
邮箱: qiuxx@nesc.cn