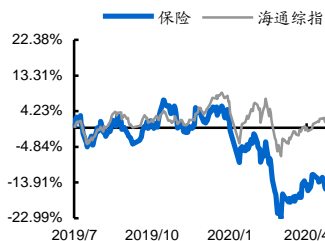


投资评级 优于大市 维持

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

《保险公司权益投资上限差异化监管，“好公司”获得更多自主权》2020.07.19
《上市险企 6 月保费点评：寿险保费弱复苏，看好下半年持续修复》2020.07.15
《银保监会连发三文，有序推进保险机构参与金融衍生品市场交易》2020.07.02

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@htsec.com

证书:S0850515040002

分析师:李芳洲

Tel:(021)23154127

Email:lfz11585@htsec.com

证书:S0850519060002

二季度新单与价值增速恢复，资产端和负债端均向好

——保险行业 2020 年中报前瞻

投资要点:

- 受 2019 同期大额税收调减转回致利润高基数、权益投资整体表现不及上年同期、固收类收益率同比下滑、750 天曲线下行致准备金多提等因素影响，**保险公司 2020 上半年净利润增速承压**。1) 2019 年上半年，上市险企利润中有 11%-30%来自一次性税收调减转回，致 2020 年上半年利润基数较高。2) 2020 年上半年沪深 300 指数、上证 50 指数、上证综指分别累计+1.6%、-4%、-2.1%，其中一季度股市疲软、二季度大幅反弹，各指数单季分别+13%、+9.4%、+8.5%，但较 2019 上半年权益市场整体走势仍有明显差距。此外十年国债收益率较年初-24bps，部分险企或在 4 月利率低点时配置了一定量的固收类资产，预计收益率同比也有所降低。3) 750 天曲线较年初下移 11-12bps 左右，有可能导致准备金多提、利润增速或受到影响。**我们预计中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保 2020 年上半年归母净利润分别同比-17%、-36%、-5%、0%、-6%；若将 2019 上半年净利润中税收调减转回部分剔除，则归母净利润分别同比-4%、-29%、+36%、+21%、+35%。**预计国寿、平安、太保、新华、人保 2020 年上半年末净资产分别较年初增长 5.2%、5.1%、6.8%、6.2%、5.2%；EV 分别较年初增长 7.6%、7.1%、8.2%、7.8%、9.9%。
- 寿险：预计 2020 上半年国寿、平安、太保、新华、人保 NBV 分别同比+5.5%、-24.0%、-25.1%、-12.3%、+15.0%。**1) 一季度，受疫情爆发影响，上市险企新单期缴普遍承压。二季度以来，伴随全面复工，代理人线下展业恢复正常，产品升级、四五联动、五六联动等营销策略有序推进。且保险公司一季度以来发售大量获客型产品，为二季度及后续客户开发提供潜力。险企二季度加大对分支机构增员与培训力度，我们预计代理人增速有明显好转。**我们预计国寿、平安、太保、新华、人保上半年个险期缴保费分别同比+12%、-28%、-35%、+10%、+13%。**2) 我们预计 2020 年上半年中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、人保寿险的 NBV 分别同比+5.5%、-24%、-25.1%、-12.3%、+15%。
①我们预计国寿保费结构、代理人质态持续改善，二季度以来对分支机构严格管理，代理人活动率持续提升；Q2 NBV 增速较 Q1 略有收窄但仍维持较高水平，未来价值增速有望继续领先同业；②平安 Q1、Q2 单季 NBV 增速均为-24%左右；③太保二季度 NBV 降幅在期缴降幅收窄带动下有所改善；④新华 2020 年恢复新人津贴，且二季度以来加大费用投入，预计人力规模的大幅增长及业务基数较低带动整体新单增速，但由于银保大幅扩张、新业务价值率同比明显下滑，NBV 受到负面影响；⑤预计人保聚焦期缴、十年及以上保费占新单期缴比重或已超过 60%，坚定打造大个险队伍，预计新业务价值率与 NBV 均同比上升。**预计随着疫情结束、经济复苏，下半年保险销售和增员有望恢复增长，带动 NBV 降幅收窄，全年来看，预计国寿、新华、人保 NBV 表现将优于同业。**
- 产险：保费恢复平稳增长，预计综合成本率小幅改善。**1) 得益于二季度车险销售显著恢复、非车险亦有所回暖，人保财险、平安产险、太保产险上半年保费分别同比+4.4%、+10.5%、+12.1%，较一季度均有明显提升。2) 预计车险赔付率显著下降、农险综合成本率亦好转。上市险企上半年综合成本率同比有小幅改善，人保、平安、太保产险 2020 上半年综合成本率分别为 97%、96.5%、97.6%。3) 车险综合改革即将推出，短期或将压缩险企承保利润空间，长期将促进险企提供专业化、差异化产品，利好行业长期发展和龙头集中。
- 投资建议：资产端和负债端改善将带动估值显著修复，行业维持“优于大市”评级。**资产端：经济预期改善带动股市上涨，十年期国债收益率上行至 3%左右，监管连续放松险企股权投资限制；负债端：二季度保费弱复苏，下半年改善幅度有望加大。当前上市险企股价对应 2020E PEV 仅 0.62-1.26x，行业维持“优于大市”评级，推荐中国人寿、中国平安、新华保险、中国太保等。
- 风险提示：利率趋势性下行；股票市场大幅波动；保障型业务增长不及预期。**

目 录

1. 预计 1H2020 上市险企利润合计同比-25%.....	5
1.1 二季度单季权益市场大幅反弹，有利于提升险企投资收益率.....	6
1.2 2020 上半年十年国债收益率较年初-24 bps，但二季度明显上行.....	7
1.3 预计全年 750 天曲线下行幅度较前有所好转，准备金多提为利润带来的压力亦有望适度缓解.....	7
2. 寿险：预计 1H2020 国寿、平安、太保、新华、人保的 NBV 分别同比+5.5%、-24.0%、-25.1%、-12.3%、+15.0%.....	8
3. 产险：保费恢复平稳增长，预计综合成本率小幅改善.....	10
4. 投资建议：资产端和负债端改善将带动估值显著修复，“优于大市”评级.....	11

图目录

图 1	2020 年上半年沪深 300 指数、上证 50、上证综指涨跌幅 (%)	6
图 2	2020 年上半年十年期国债收益率走势 (%)	7
图 3	2020 年第一季度上市保险公司的寿险首年期交保费及其增速	8
图 4	平安人寿个人业务新单保费 6 月单月同比-15.5%，新单整体仍有压力	9
图 5	中国太保 Q2 单季首年期交保费同比降幅较 Q1 收窄	9
图 6	2020 上半年上市产险公司保费同比增速较一季度有明显提升	11
图 7	2020 上半年上市产险综合成本率同比或有所改善	11
图 8	2019 年以来健康险保费累计增速维持高位	12

表目录

表 1	2020 年上半年保险公司的归母净利润预测（亿元）	5
表 2	2020 年上半年保险公司的归母净资产预测（亿元）	5
表 3	2020 年上半年保险公司的 EV 预测（亿元）	6
表 4	中国平安持有汇丰银行、工商银行的公允价值变动（截至 2020 年 6 月 30 日）	6
表 5	750 天移动平均国债收益率的季度环比变动及全年同比变动	8
表 6	2020 年上半年保险公司的个险新单与个险新单期缴预测（亿元）	9
表 7	2020 年上半年保险公司的 NBV 预测（亿元）	10
表 8	上市保险公司估值及盈利预测	13

1. 预计 1H2020 上市险企利润合计同比-25%

受 2019 同期大额税收调减转回致利润高基数、权益类整体表现不及上年同期、固收类资产收益率同比下滑、750 天曲线下行致准备金多提等因素影响，保险公司 2020 上半年净利润增速承压。1) 2019 年上半年，上市险企利润中有 11%-30%来自执行手续费及佣金税前抵扣比例上限提升新规带来的一次性税收调减转回；此外，税前抵扣比例上限的提升也使得所得税率下降。因而 2019 年上半年上市险企净利润大幅+81%，致 2020 上半年在高基数下利润增速承压。2) 2020 年上半年一季度权益市场疲软、二季度有所反弹；但相比较之下，2019 年上半年沪深 300 指数、上证 50 指数、上证综指分别累计上涨 28.6%、28.8%、20.5%。此外，2020 年上半年末十年国债收益率较年初-24bps，我们预计部分险企或在 4 月利率低点时配置了部分固收类资产，固收类资产收益率同比也有所下滑。因而 2020 上半年险企投资收益同比增速亦承压。3) 2020 年上半年，750 天曲线较年初下移了 11-12bps 左右，预计有可能导致准备金多提、利润增速或受到影响。

我们预计，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保的 2020 年上半年归母净利润分别同比-17%、-36%、-5%、0%、-6%；若将 2019 上半年净利润中税收调减转回部分剔除，则归母净利润分别同比-4%、-29%、+36%、+21%、+35%。

表 1 2020 年上半年保险公司的归母净利润预测（亿元）

归母净利润	2019Q1	2020Q1	同比	2019H	2020H（预计）	同比	若将 2019H 净利润中税收调减转回部分剔除	
							2019H	2020H 同比增速
中国人寿	260	171	-34%	376	311	-17%	324	-4%
中国平安	455	261	-43%	977	621	-36%	872	-29%
中国太保	55	84	53%	162	154	-5%	113	36%
新华保险	34	46	38%	105	105	0%	87	21%
中国人保	59	71	20%	155	146	-6%	108	35%
合计	863	632	-27%	1775	1336	-25%	1505	-11%

资料来源：保险公司 2019 年中报与 2020 年 1 季报，海通证券研究所

我们预计中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保 2020 年上半年末净资产分别较年初增长 5.2%、5.1%、6.8%、6.2%、5.2%，较 1 季末增长 2.7%、2.5%、2.5%、2.3%、2.6%。EV 方面，我们预计中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、人保寿险的 2020 年上半年末 EV 分别较年初增长 7.6%、7.1%、8.2%、7.8%、9.9%。

表 2 2020 年上半年保险公司的归母净资产预测（亿元）

归母净资产	2019	2020Q1	较年初增速	2020H（预计）	较年初增速	较一季度末增速
中国人寿	4038	4137	2.5%	4249	5.2%	2.7%
中国平安	6732	6902	2.5%	7075	5.1%	2.5%
中国太保	1784	1859	4.2%	1906	6.8%	2.5%
新华保险	845	876	3.8%	897	6.2%	2.3%
中国人保	1831	1878	2.6%	1927	5.2%	2.6%
合计	15229	15653	2.8%	16053	5.4%	2.6%

资料来源：保险公司 2019 年年报与 2020 年 1 季报，海通证券研究所

表 3 2020 年上半年保险公司的 EV 预测 (亿元)

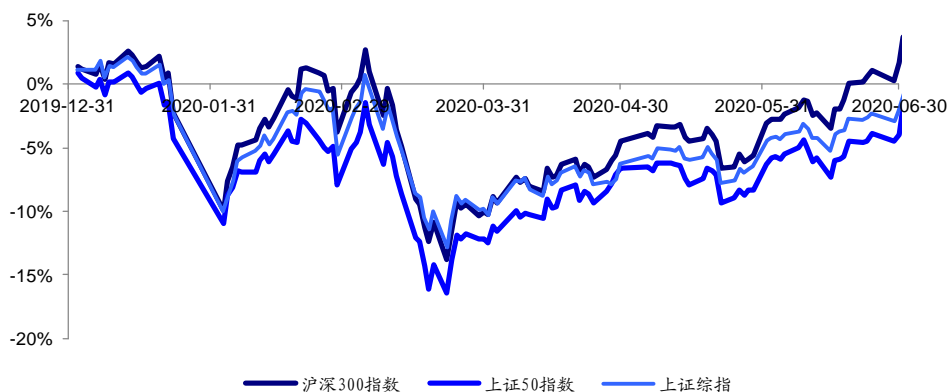
内含价值	2019	2020H	较年初增速
中国人寿	9421	10141	7.6%
中国平安	12005	12860	7.1%
中国太保	3960	4283	8.2%
新华保险	2050	2209	7.8%
人保寿险	891	979	9.9%
合计	28327	30472	7.6%

资料来源：保险公司 2019 年年报，海通证券研究所

1.1 二季度单季权益市场大幅反弹，有利于提升险企投资收益率

2020 年上半年沪深 300 指数、上证 50 指数、上证综指分别累计+1.6%、-4%、-2.1%，其中二季度股市大幅反弹，各指数单季分别+13%、+9.4%、+8.5%。二季度权益市场整体表现优于一季度，我们预计上市险企中报总投资收益率等指标较一季度有所好转。

图 1 2020 年上半年沪深 300 指数、上证 50、上证综指涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

2020 年上半年，与经济增速相关性较强的银行板块明显下跌，中国平安持有多家银行股权，预计净资产及内含价值均受到一定负面影响。截至 2019 年末，中国平安持有汇丰控股股份比例为 6.86%，持有工商银行 A、H 股份比例合计为 4.45%。中国平安对汇丰控股、工商银行的投资为长期投资，无论是两公司股价变动还汇丰取消 2019 年第四次股息等事件，我们认为对平安的影响都比较有限。但中国平安对汇丰控股、工商银行的股票持仓会计分类为 FVOCI（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益）。针对汇丰控股、工商银行的投资截至 2020 年中浮亏预计分别为 296 亿、130 亿元人民币左右，浮亏虽不会对中国平安当期利润和营运利润产生任何影响，但在一定程度上影响净资产、内含价值及综合投资收益率。

表 4 中国平安持有汇丰银行、工商银行的公允价值变动 (截至 2020 年 6 月 30 日)

	股份数 (百万股)	2019 年末股价 (原始币种)	2020.6.30 股价 (原始币种)	年初至今公允价值 变动 (折合人民币百 万元)	占 2019 年末归 母净资产	占 2019 年 末集团 EV	占 2019 年末 寿险 EV
00005.hk 汇丰控股	1418.93	59.06	36.20	(29625.46)	(4.40%)	(2.47%)	(3.91%)
01398.hk 工商银行	12168.81	5.67	4.70	(10749.82)	(1.60%)	(0.90%)	(1.42%)
601398.sh 工商银行	3687.33	5.59	4.98	(2244.85)	(0.33%)	(0.19%)	(0.30%)
合计					(6.33%)	(3.55%)	(5.63%)

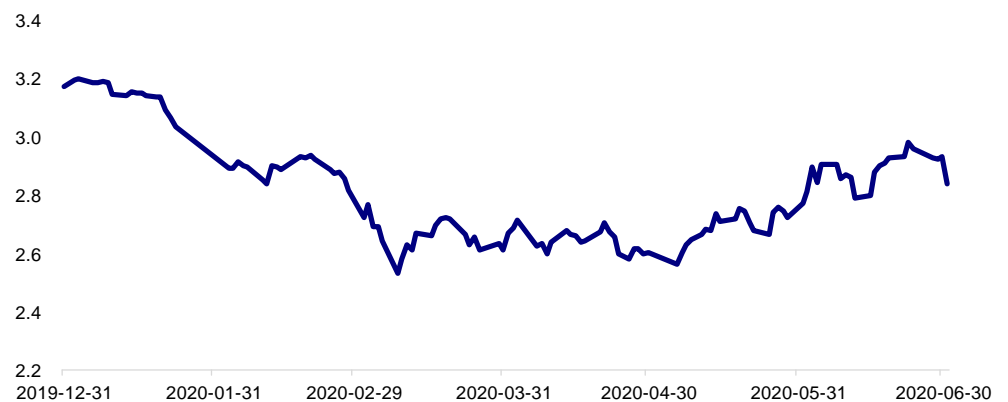
资料来源：Wind，中国平安、工商银行、汇丰控股 2019 年年报，海通证券研究所

1.2 2020 上半年十年国债收益率较年初-24 bps，但二季度明显上行

债券市场方面，2020 年上半年末十年国债收益率较年初-24bps；但二季度伴随经济回暖，十年国债收益率单季上行 32bps。根据海通固收 7 月 1 日报告《以史为鉴，可知兴替——复盘债市牛转熊过程中的利率波动》，18 年以来的债券大牛市中利率低点可能就是 4 月上旬的 2.48%，预计下半年债券利率将逐季回升：1) 经济预期改善，实际与名义 GDP 低点已过。2) 货币最宽松时期已过，资金利率中枢抬升。3) 从债市领先指标看，社融-M2 增速差 5 月底见底回升。

但由于 2020 上半年利率较年初有所下行，新增固收类资产及到期再配置资产收益率承压，总体来说对上半年利润产生负面影响；相应地，净资产增速也有一定压力。

图2 2020 年上半年十年期国债收益率走势 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

1.3 预计全年 750 天曲线下行幅度较前有所好转，准备金多提为利润带来的压力亦有望适度缓解

2019 年上半年，750 天曲线较年初上移了 0-5bps 左右，使得 2019H1 准备金少提。但 2020 年上半年，750 天曲线较年初下移了 11-12bps 左右。主要是由于进入 2020 年后，750 天移动平均国债收益率的计算基础不再是以 2017、2018 年利率为主，而是以 2018、2019、2020 年利率为主，因而 750 天移动平均国债收益率曲线受低利率影响，在 2020 年有明显下行，有可能导致准备金多提、利润增速因而受到影响。但我们预计部分险企会上调准备金综合溢价，以抵消部分负面影响。

值得注意的是，4 月初利率相对低位时，我们预计 2020 年全年 750 天曲线下移幅度或高达 32-35bps。而当前利率有所回升，750 天曲线全年下移幅度或仅为 26-29bps，较前有所收窄，准备金多提引致的利润增长压力也相应有所缓和。

表 5 750 天移动平均国债收益率的季度环比变动及全年同比变动

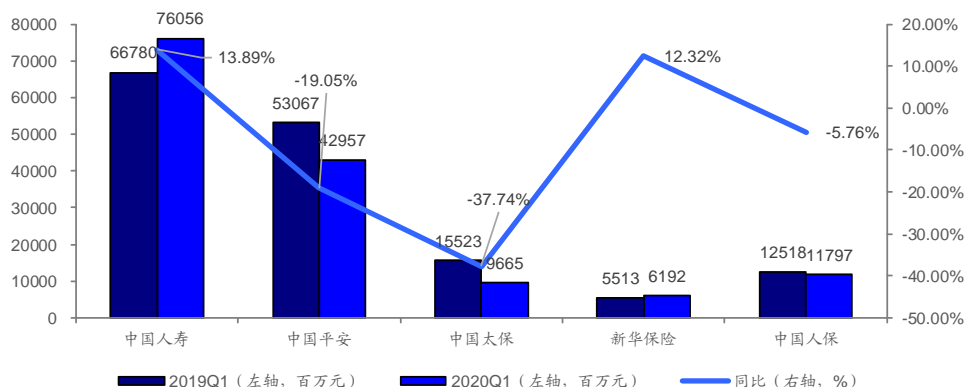
750 天移动平均国债收益率的季度环比变动及全年同比变动 (bps)					
实际	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018 全年
10y	3.14	0.87	1.35	3.12	8.49
20y	1.97	-0.99	0.85	-1.13	0.70
实际	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019 全年
10y	1.98	2.74	2.81	1.86	9.39
20y	-0.68	0.81	1.71	1.41	3.25
实际	2020Q1	2020Q2	2020Q3 (预测)	2020Q4 (预测)	2020 (预测)
10y	-4.22	-7.34	-7.35	-9.60	-28.52
20y	-5.17	-6.18	-7.03	-8.13	-26.52

资料来源：中债网，海通证券研究所

2. 寿险：预计 1H2020 国寿、平安、太保、新华、人保的 NBV 分别同比+5.5%、-24.0%、-25.1%、-12.3%、+15.0%

回顾一季度，受疫情爆发影响，上市险企新单期缴普遍承压。国寿（首年期交）、平安（个人业务新单）、太保（个险新单期缴）、新华（个险新单期缴）、人保（长险新单期缴）一季度分别同比+14%、-19%、-38%、+12%、-6%，平安、太保新单期缴下滑幅度较大，我们预计与疫情影响下增员与展业困难有关；国寿新单增速领先。

图3 2020 年第一季度上市保险公司的寿险首年期交保费及其增速



资料来源：五家上市险企 2019 年、2020 年一季报、2020 年 3 月保费公告，海通证券研究所

备注：国寿为首年期交数据，平安为个人业务新单数据，太保、新华为个险新单期缴数据，人保为长险新单期缴数据。

二季度以来，随着疫情影响减弱和经济复苏，预计新单增速有明显恢复。1) 伴随全面复工，代理人线下代理展业恢复正常，产品升级、四五联动、五六联动等营销策略有序推进。2) 预计保险公司一季度以来发售大量获客型产品（一季度新增保单件数 109 亿件，同比增长 72.1%），客户二次开发潜力大，有助于二季度高价值率健康险稳定增长。3) 险企二季度加大对分支机构增员与培训力度，我们预计代理人增速有明显好转。我们预计国寿、平安、太保、新华、人保上半年个险期缴保费分别同比+12%、-28%、-35%、+10%、+13%。①国寿保费增速领先。公司保费结构、代理人质态持续改善，预计二季度以来国寿对分支机构严格管理，代理人活动率较一季度持续明显提升，未来保费增速有望继续领先同业。②新华 2020 年恢复新人津贴，且二季度以来加大费用投入、重视分支公司的代理人增员，预计人力规模的大幅增长及上年同期业务基数较低均是新

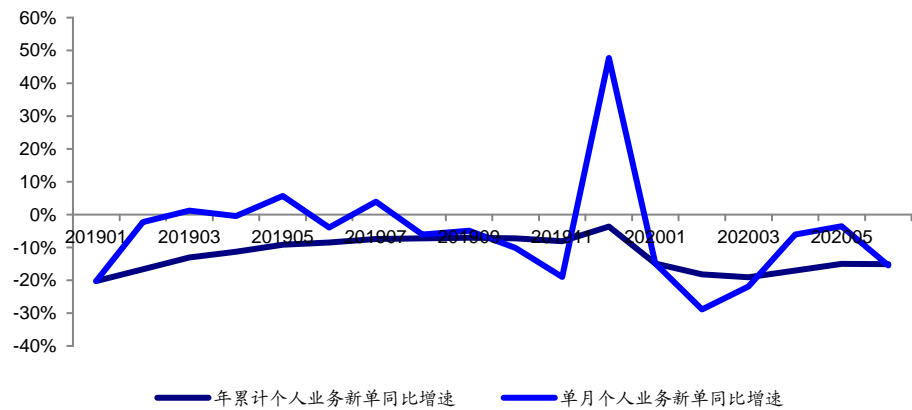
单增速可观的原因。③我们预计人保寿险十年及以上保费占新单期缴比重或已超过60%，预计公司对重疾产品十分重视、坚定执行价值转型，使得公司业务结构持续改善。

表 6 2020 年上半年保险公司的个险新单与个险新单期缴预测（亿元）

	个险新单			个险新单期缴		
	2019H	2020H（预计）	同比	2019H	2020H（预计）	同比
中国人寿	725	820	13%	645	723	12%
中国平安	717	581	-19%	668	481	-28%
中国太保	263	191	-28%	228	147	-35%
新华保险	114	126	11%	90	100	10%
人保寿险	118	137	16%	83	94	13%
合计	1937	1854	-4%	1715	1544	-10%

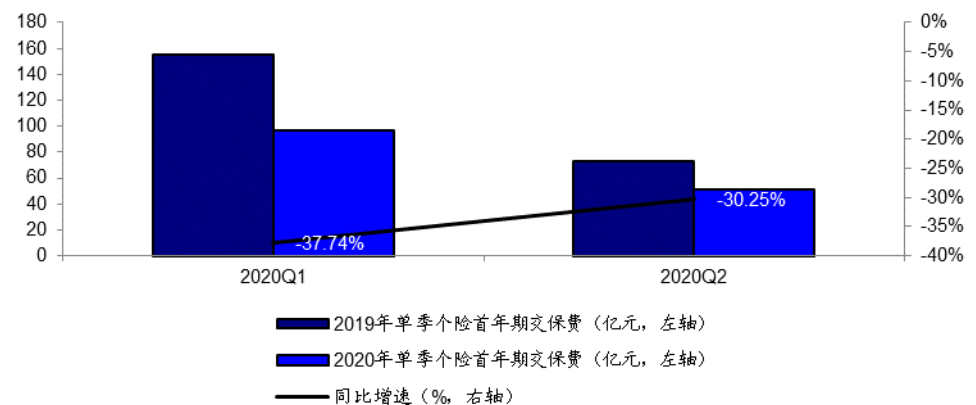
资料来源：保险公司 2019 年中报，海通证券研究所。备注：太保中期数据采用 6 月公告。

图4 平安人寿个人业务新单保费 6 月单月同比-15.5%，新单整体仍有压力



资料来源：中国平安定期保费公告，海通证券研究所

图5 中国太保 Q2 单季首年期交保费同比降幅较 Q1 收窄



资料来源：中国太保 2019 年一季报、半年报、2020 年一季报、定期保费公告，海通证券研究所

我们预计除国寿、人保外，上市险企 NBV 均出现两位数下滑。我们预计 2020 年上半年中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、人保寿险的寿险 NBV 分别同比+5.5%、-24%、-25.1%、-12.3%、+15%。预计国寿 Q1 NBV+8%、Q2 NBV 增速略有收窄但仍维持较高水平；平安 Q1、Q2 单季 NBV 增速均为-24%左右；预计太保二季度加大长期期缴销售力度，预计 Q2 NBV 降幅在期缴降幅收窄带动下亦有所改善；预计新华则由于银保大幅扩张、新业务价值率同比明显下滑，NBV 受到负面影响；人保聚焦期缴、坚定打造大个险队伍，预计新业务价值率与 NBV 均同比上升。我们预计随着疫情结束、经济复苏，下半年保险销售和增员有望恢复增长，带动 NBV 降幅收窄，全年来看，预计国寿、新华、人保 NBV 表现将优于同业。

表 7 2020 年上半年保险公司的 NBV 预测（亿元）

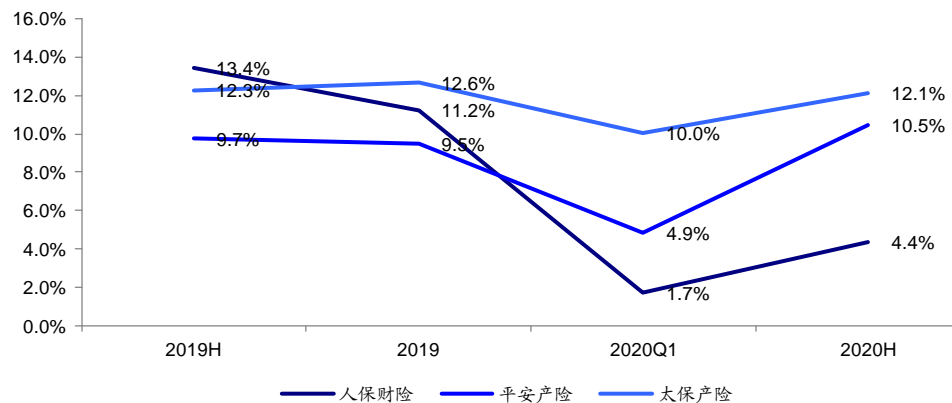
NBV	2019Q1	2020Q1	同比	2019H	2020H（预计）	同比
中国人寿	190	206	8.3%	346	365	5.5%
中国平安	216	165	-24.0%	411	312	-24.0%
中国太保	-	-	-	149	112	-25.1%
新华保险	-	-	-	59	52	-12.3%
人保寿险	-	-	-	39	44	15.0%
合计	-	-	-	1003	884	-11.8%

资料来源：保险公司 2019 年中报、1 季报与 2020 年 1 季报，海通证券研究所

3. 产险：保费恢复平稳增长，预计综合成本率小幅改善

人保财险、平安产险、太保产险上半年保费分别同比+4.4%、+10.5%、+12.1%，较一季度的+1.7%、+4.9%、+10.0%均有明显提升，其中平安保费同比增速较一季度提升幅度最大。1) 二季度人保、平安、太保车险增速分别为 9.0%、9.8%、8.7%，较一季度+12.5pct、+12.0pct、+9.2pct。我们预计车险销售持续恢复与以下原因有关：①疫情过后乘用车销量显著回暖，乘用车销售 5 月以来连续正增长；②上年同期部分龙头险企分支机构违反“报行合一”受到处罚、新业务暂停，致保费基数较低；③一季度受疫情影响延期续保的保单逐步恢复保费缴纳。2) 非车险方面我们预计增速回暖主要是由于二季度以来伴随全面复工，企财险、工程险、责任险等前期需求滞后的险种已出现保费回补，且健康险业务继续维持较高增速；但险企主动压缩信用保证险规模并加强风险敞口管理，以防范信用风险。2020 年上半年，平安非车险、意健险分别同比+26%、+31%；人保非车险意健险、农险、责任险、企财险、货运险、信用保证险分别+21%、+17%、+2%、+0%、-6%、-59%；太保非车险同比+29%。

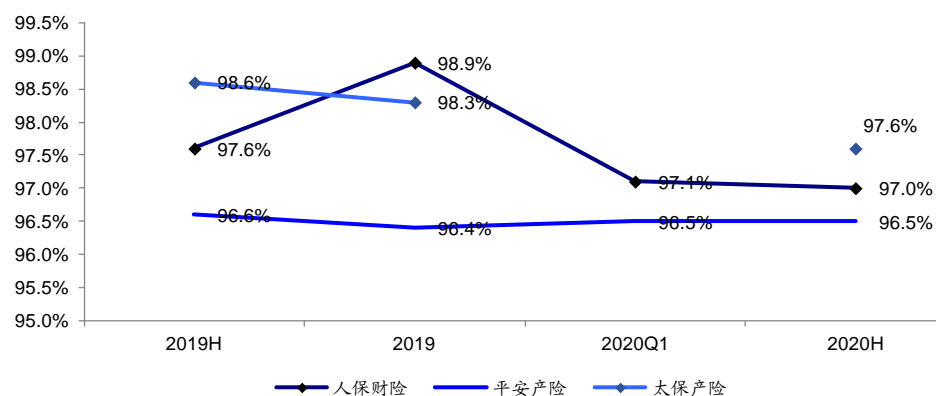
图6 2020 上半年上市产险公司保费同比增速较一季度有明显提升



资料来源：上市保险公司 2019、2020 年季报、半年报、年报，海通证券研究所。

我们预计，上市险企上半年综合成本率同比有所改善，主要得益于车险赔付率有明显下降、农险综合成本率亦呈现下降趋势。但我们预计整体改善幅度不大，主要是由于我们认为信用保证险一季度违约率或持续上升、二季度有所缓解，但上半年赔付率和综合成本率预计同比大幅上升；水灾等自然灾害亦为综合成本率带来压力。我们预计人保、平安、太保产险 2020 上半年综合成本率分别为 97%、96.5%、97.6%。银保监会就《关于实施车险综合改革的指导意见（征求意见稿）》公开征求意见，主要内容包括提升交强险保障水平、拓展和优化商用车险保障服务、健全商用车险条款费率市场化形成机制等。我们认为，实施车险综合改革短期或将压缩险企承保利润空间，长期将促进险企提供专业化、差异化产品，利好行业长期发展和龙头集中。

图7 2020 上半年上市产险综合成本率同比或有所改善



资料来源：上市保险公司 2019、2020 年季报、半年报、年报，海通证券研究所。

备注：2020H 数据为预测值。

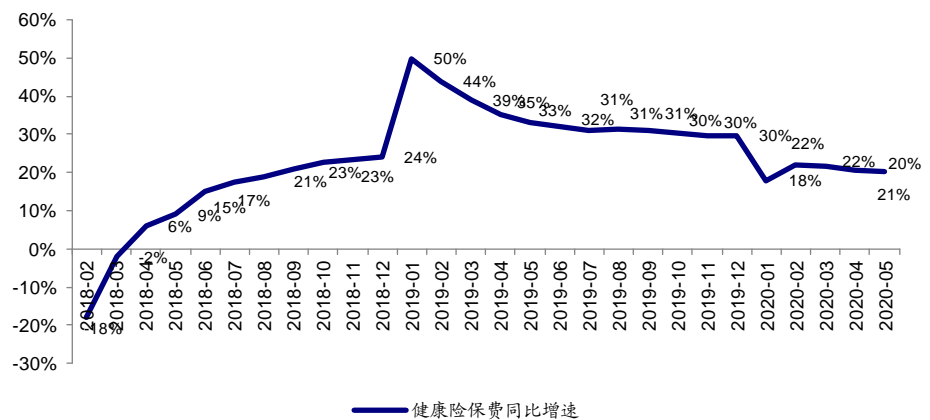
4. 投资建议：资产端和负债端改善将带动估值显著修复，“优于大市”评级

伴随经济复苏与线下销售正常化，我们预计二季度之后新单保费和新业务价值将恢复增长。1) 下半年，预计伴随疫情影响减弱，人力及新单增速有望持续恢复。上市险

企争相探索代理人团队专业化培养，加速迈向人力高质量发展阶段。我们预计中国人寿保费结构改善明显、代理人质态稳定性强，业绩确定性较高，全年新单、NBV 均可实现两位数增长，2) 重疾险“炒停”与保障型意识提升有望使得健康险销售持续维持较高增速水平。

健康险稳定增长，持续拉动保费增速。5月单月健康险保费同比+18.95%，较4月+2.52pct；1-5月健康险保费同比+20.3%。继重疾定义、重疾发病率修订陆续征求意见后，银保监会发布了《关于长期医疗保险产品费率调整有关问题的通知》，人保健康已在支付宝上线终身保证续保、费率可调的癌症医疗险。我们预计，政策鼓励下，一方面，健康险产品定价将更为合理，另一方面，产品保障责任在合理化的基础上整体有所提升，新产品有望陆续推出，有利于险企抓住保费复苏契机、于二季度加大对健康险的销售力度，商业健康险将加速成为中国特色医疗保障体系的重要组成部分。

图8 2019年以来健康险保费累计增速维持高位



资料来源：银保监会官网，海通证券研究所

权益类投资政策优化，利好险企投资收益率提升。1) 银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》，依据偿付能力充足率等指标确定八档不同的权益类投资余额上限，取代2014年以来统一30%的上限。中国人寿、太保寿险、新华人寿等大中型公司权益比例上限均可由原来的30%提高到35%，平安因偿付能力充足率高于200%不足250%，维持30%上限不变。根据新浪财经，2019年保险资金股票、基金、长股投的投资收益率分别9.16%、6.08%、5.51%，均高于保险资金整体投资收益率4.94%。我们预计权益类投资政策优化有利于险企投资收益率提升。2) 7月15日国务院常务会议指出，取消保险资金开展财务性股权投资行业限制。我们认为此举有利于鼓励保险资金积极投向与国家经济结构转型方向相一致的新能源、新科技等行业，分享更多发展红利；同时，保险资金积极开展权益类资产配置，也有助于服务实体经济，增强经济中长期发展韧性。

资产端和负债端改善将带动估值显著修复，行业维持“优于大市”评级。资产端：经济预期改善带动股市上涨，十年期国债收益率上行至3%左右，监管连续放松险企股权投资限制；负债端：二季度保费弱复苏，下半年改善幅度有望加大。当前上市险企股价对应2020E PEV仅0.62-1.26x，行业维持“优于大市”评级，推荐中国人寿、中国平安、新华保险、中国太保等。

风险提示：利率趋势性下行；股票市场大幅波动；保障型业务增长不及预期。

表 8 上市保险公司估值及盈利预测

证券简称	价格	EV (元)			1YrVNB (元)		
A 股	人民币元	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
中国平安-A	80.76	65.67	78.17	92.80	4.15	4.28	4.71
中国人寿-A	39.24	33.33	38.33	44.11	2.08	2.28	2.54
新华保险-A	56.45	65.72	75.96	87.38	3.13	3.29	3.65
中国太保-A	31.29	43.70	50.34	58.67	2.71	2.71	2.99
中国人保-A	7.51	5.24	5.98	6.78	0.16	0.18	0.20
证券简称	价格	P/EV (倍)			VNBX (倍)		
A 股	人民币元	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
中国平安-A	80.76	1.23	1.03	0.87	3.63	0.60	-2.56
中国人寿-A	39.24	1.18	1.02	0.89	2.85	0.40	-1.92
新华保险-A	56.45	0.86	0.74	0.65	-2.96	-5.93	-8.47
中国太保-A	31.29	0.72	0.62	0.53	-4.57	-7.02	-9.17
中国人保-A	7.51	1.43	1.26	1.11	14.14	8.56	3.68
证券简称	价格	EPS (元)			BVPS (元)		
A 股	人民币元	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
中国平安-A	80.76	8.17	7.92	9.11	36.83	41.74	47.81
中国人寿-A	39.24	2.06	2.03	2.56	14.29	16.02	18.03
新华保险-A	56.45	4.67	4.48	5.43	27.07	29.04	30.37
中国太保-A	31.29	3.06	3.28	3.80	19.69	21.07	23.42
中国人保-A	7.51	0.51	0.46	0.55	4.14	4.61	5.10
证券简称	价格	P/E (倍)			P/B (倍)		
A 股	人民币元	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
中国平安-A	80.76	9.88	10.20	8.87	2.19	1.93	1.69
中国人寿-A	39.24	19.03	19.35	15.30	2.75	2.45	2.18
新华保险-A	56.45	12.10	12.59	10.40	2.09	1.94	1.86
中国太保-A	31.29	10.22	9.54	8.23	1.59	1.49	1.34
中国人保-A	7.51	14.83	16.22	13.64	1.81	1.63	1.47

资料来源：保险公司历年财报，WIND，海通证券研究所预测（基于 2020 年 7 月 21 日收盘价）

信息披露

分析师声明

孙婷 银行行业, 非银行金融行业
李芳洲 非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 中信银行, 兴业银行, 第一创业, 杭州银行, 中国太保, 国金证券, 中国人寿, 建设银行, 光大证券, 东方财富, 东吴证券, 国泰君安, 汇丰控股, 宁波银行, 招商证券, 中国银河, 兴业证券, 华安证券, 华泰证券, 中国平安, 中国人保, 中原证券, 众安在线, 中金公司, 中国财险, 东方证券, 中国太平, 友邦保险, 新华保险, 广发证券

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准:	类 别	评 级	说 明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准:	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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客户。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。在任何情况下, 本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王固沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
房乔华 0755-82900477 fqh12888@htsec.com
郑 蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 ftf11758@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lkh11523@htsec.com
高 瑞(021)23219415 gy12362@htsec.com
联系人
马浩然(021)23154138 mhr13160@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨 凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业

陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com
尹 岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
谢 磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

煤炭行业

李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com
于成龙 ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
张峰青(021)23219383 zqz11650@htsec.com
张 戈 (010)58067852 zy12258@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com
联系人
任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com
李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com
陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

纺织服装行业

梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
联系人
刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
周 丹 zd12213@htsec.com
吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 zxj12156@htsec.com
李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
唐 宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

军工行业

张恒恒 zhx10170@htsec.com
张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com
联系人
刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

银行行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
解巍巍 xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com
联系人
柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏合 gbh11537@htsec.com
滕雪竹 txz13189@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
李 婕 lj12330@htsec.com
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
郭金焱(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼

电话：(021) 23219000

传真：(021) 23219392

网址：www.htsec.com