

保险

业绩低点已过，期待二季度负债端改善带来向上动力

业绩：利润增速分化，主要源于投资端浮盈兑现的节奏差异所致。

一季度，上市保险公司归母净利润合计同比-26.7%，其中太保、新华、人保分别同比+53.1%、+37.8%、+19.9%，而国寿、平安分别-34.4%、-42.7%。从业绩归因来看：1) 投资表现差异是增长分化的主要原因(平安、国寿的投资收益拖累增长，而太保、新华、人保的投资收益对利润正向贡献)，这主要源于兑现权益资产浮盈的节奏不同所致。此外：2) 各家保险公司的责任准备金基本均大幅增提，主要源于一季度 750 日移动均线较年初下降 5bps，减少税前利润；3) 手续费及佣金支出分化，显示各家公司的业务发展策略不同，例如太保费用支出大幅减少，对利润正向贡献；4) 退保和赔付支出对业绩均为正向贡献，显示此前高现价产品退保高峰逐步消化，业务品质提升；5) 所得税对利润基本均为正贡献，源于今年 Q1 手续费及佣金税前抵扣比例提升至 18% (去年同期寿险 10%、财险 15%)。

寿险：疫情显著冲击新单增速，价值亦受到保障型业务推动节奏滞后的影响，人力规模预计稳中有升，我们判断 2 季度负债端将迎来改善。

1) 新单保费：Q1 国寿、平安、太保、新华、人保新单保费收入分别同比+16.5%、-16.3%、-31.1%、+136.0%、-15.8%，增速分化源于各家公司的开门红策略差异，新华在规模价值同步增长的战略指引下，通过银保渠道驱动新单高增长，国寿同比正增长主要源于开门红节奏前置。整体而言，疫情对新单(尤其是长期期交新单)冲击较为显著，预计源于线下展业停滞，各家保险公司的业务重心由线下转移至线上，主力产品从件均较高的年金险、重疾险切换为件均较低的医疗险、意外险所致；**2) 价值：**NBV 增速弱于新单增速，预计 Q1 价值率同比均有所下行，预计源于保障型业务推动受疫情影响普遍滞后，同时公司纷纷加大易于销售但价值率相对较低的线上简单产品推广力度，产品结构变动导致价值率均同比有所下行；**3) 人力：**截止 3 月末，国寿代理人规模超过 200 万人，较年初增长超过 8%；平安为 113 万人，较年初下滑 3%，我们预计新华、太保代理人规模维持稳定且较年初略有提升，主要源于疫情期间线上化增员力度加大+居民失业率上升，我们预计疫情后寿险增员难度将降低，代理人规模短期或有增长。

财险：新车销量下滑拖累财险保费增速，综合成本率同比改善。

财险保费增速较去年同期明显放缓，主要受车险负增长拖累(新车销量受疫情影响显著下滑，叠加续保积极性下降)，考虑到中汽协建议尽快出台政策刺激汽车消费潜力，我们判断后续新车销量提振有望驱动车险保费回暖；非车险层面，与实体经济相关的企财险、责任险有所下滑，但健康险受益于疫情下的投保意识提升反而高增。综合成本率角度，人保、平安、太保均显著改善。人保的费用率降低-3.1pct，预计源于疫情期间费用支出降低；但赔付率提升+2.0pct，虽然疫情期间车险的出险率降低，但预计公司基于谨慎原则仍对责任准备金进行大幅增提。此外，今年已赚保费形成率的负面影响消除(去年 Q1 已赚保费较低)，对综合成本率改善亦有贡献。

投资建议：一季度业绩受疫情影响冲击较为显著，利润、新单、价值增速均承压，期待后续负债端改善带来向上动力。我们判断 4 月开始保单销售将逐步改善，且下半年有望进入保费复苏期。我们预计全年平安、国寿、太保、新华的 NBV 分别同比-5%、+13%、+2%、+3%。截至 4 月 30 日，平安、国寿、太保、新华的 2020 年 PEV 分别为 0.96、0.75、0.61、0.60 倍。我们认为，当前估值隐含的“长期投资收益率假设”极低，市场对资产端的预期过于悲观。我们基于最悲观情景(长期投资收益率预期 3.5%)来测算 EV 调整值，P/“调整后的最悲观 2020EV”分别为 1.01 倍、1.12 倍、0.79 倍、0.78 倍，依然处于低位，随着后续负债端企稳向上，我们判断保险股的转机将较快出现。半年到 1 年的维度推荐新华保险、中国太保，1 年以上的维度推荐中国平安、中国太保，建议关注中国太保 H。

风险提示：1) 经济超预期下滑；2) 长端利率超预期快速下行；3) 权益市场波动；4) 保障型产品销售不及预期。

重点标的推荐

证券研究报告

2020 年 05 月 05 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

罗钻辉

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518060005

luozuanhui@tfzq.com

周颖婕

联系人

zhouyingjie@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《保险-行业投资策略:资产端预期差带来配置价值，保费端改善带来向上动力——保险行业 2 季度策略报告》 2020-04-23

2 《保险-行业专题研究:3 月保费数据点评：疫情压力延续，寿险负债端 4 月有望迎来改善，财险增速已有所回暖》 2020-04-18

3 《保险-行业深度研究:1 万名以上寿险代理人的问卷调查：主动咨询保险的客户增多，健康险销售与代理人增员有望改善》 2020-04-17

股票 代码	股票 名称	收盘价 2020-04-30	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
601336.SH	新华保险	44.95	买入	4.67	4.92	5.67	6.35	9.63	9.14	7.93	7.08
601601.SH	中国太保	30.77	买入	3.06	3.43	4.16	4.65	10.06	8.97	7.40	6.62

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 整体业绩：归母净利润增速分化，合计同比-26.7%	4
1.1. 投资：净投资收益率降幅有限，总投资收益率分化，源于浮盈兑现节奏差异	5
1.2. 会计估计变更：750 日移动平均利率下行，准备金补提冲击净利润	6
1.3. 所得税率：手续费及佣金税前抵扣比例同比提升，所得税率同比下行	6
2. 寿险：疫情冲击新单及价值增速，预计 2 季度负债端将迎改善	7
3. 产险：新车销量下滑拖累财险保费增速，综合成本率同比改善	8
4. 投资建议	10
5. 风险提示	11

图表目录

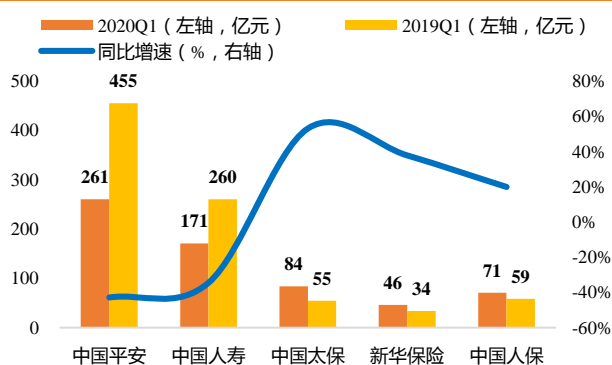
图 1：2020Q1 上市保险公司归母净利润及同比增速	4
图 2：2014-2020Q1 上市保险公司归母净利润同比增速	4
图 3：2020Q1 上市保险公司归母净利润增长的归因分析	4
图 4：2020Q1 上市保险公司归母净资产及较年初增速	5
图 5：2014-2020Q1 上市保险公司其他综合收益	5
图 6：2011-2020Q1 上市保险公司净投资收益率	5
图 7：2011-2020Q1 上市保险公司总投资收益率	5
图 8：2019 年至今 10 年期国债利率及 750 日移动平均利率走势	6
图 9：2016 年至今，会计估计变更对保险公司税前利润的影响	6
图 10：2019Q1、2020Q1 上市公司手续费及佣金率	6
图 11：2019Q1、2020Q1 上市保险公司所得税率	6
图 12：2012-2020Q1 上市保险公司总保费收入增速	7
图 13：2012-2020Q1 上市保险公司总新单保费收入增速	7
图 14：2012-2020Q1 上市保险公司 NBV 增速	8
图 15：2012-2020Q1 平安的新业务价值率（首年保费）	8
图 16：2012-2020Q1 上市保险公司及行业财险保费收入增速	8
图 17：2012-2020Q1 上市保险公司及行业车险保费收入增速	8
图 18：2012-2020Q1 上市保险公司及行业财险保费收入增速	9
图 19：2020Q1 已赚保费增速显著超过保费收入增速	9
图 20：上市保险公司的 NBV 和 EV 展望	10
图 21：2012 至今，A 股上市保险的 P/EV 走势图（其中 2020 年至今，采用 P/最悲观情形的调整后 EV）	10
表 1：2020Q1 上市保险公司投资收益率及同比变动	5
表 2：2020Q1 上市保险公司新单保费及增速	7
表 3：2020 年 3 月末，国寿、平安的人力规模及较年初增速	8
表 4：2020Q1 财险行业及人保财险非车险保费及同比增速	9

1. 整体业绩：归母净利润增速分化，合计同比-26.7%

一季度上市保险公司归母净利润同比-26.7%，增速显著分化，投资业绩差异是主要原因。2020年一季度，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保分别实现归母净利润261亿、171亿、84亿、46亿、71亿，同比增速分别为-42.7%、-34.4%、+53.1%、+37.8%、+19.9%，净利润增速显著分化。

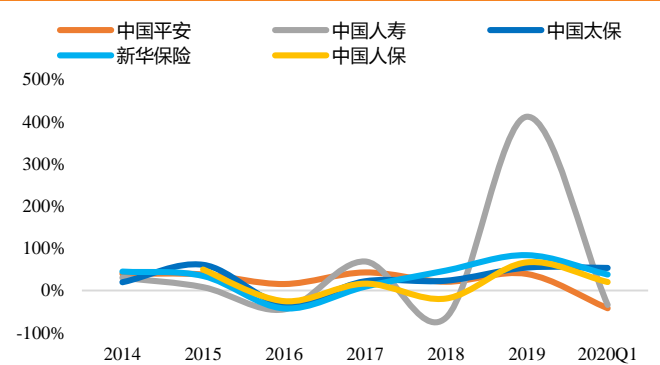
从业绩增长归因来看，投资端表现差异是增长分化的主要原因。平安、国寿的投资收益拖累增长，而太保、新华、人保的投资收益对利润正向贡献。此外：1) 手续费及佣金支出分化，显示各家公司业务发展策略不同，例如太保费用支出大幅减少，对利润正向贡献；2) 责任准备金基本均大幅增提，主要源于750日移动均线下降，拖累税前利润；3) 退保和赔付支出对业绩均为正向贡献，显示此前高现价产品退保高峰逐步消化，业务品质提升；4) 所得税对利润基本均为正贡献，源于2020Q1手续费及佣金税前抵扣比例提升至18%（去年同期寿险10%、产险15%）。

图 1：2020Q1 上市保险公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 2：2014-2020Q1 上市保险公司归母净利润同比增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

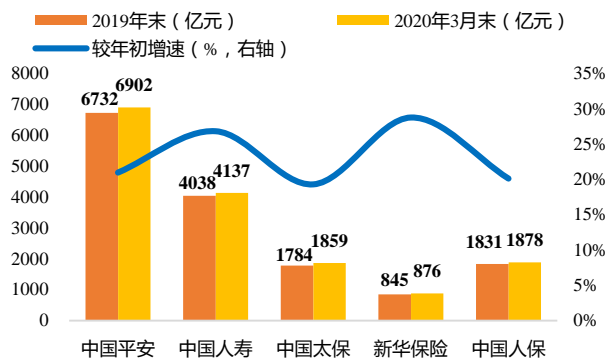
图 3：2020Q1 上市保险公司归母净利润增长的归因分析

	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	中国人保	合计
营业收入	98.1%	-109.8%	92.3%	551.9%	89.1%	5.1%
已赚保费	122.8%	-33.8%	22.5%	443.0%	68.6%	42.6%
投资收益	-25.2%	-94.9%	63.4%	100.9%	13.9%	-48.8%
其他	0.6%	0.7%	6.4%	8.0%	6.2%	1.7%
营业支出	-145.0%	53.1%	-36.4%	-506.2%	-42.1%	-40.7%
退保金	28.0%	-0.3%	9.9%	47.5%	93.0%	17.1%
赔付支出	21.1%	13.5%	42.4%	112.3%	159.6%	31.5%
手续费及佣金支出	-33.7%	7.3%	62.4%	-2.6%	7.1%	-2.0%
管理费用	-5.4%	2.1%	-7.5%	5.7%	-25.6%	-2.5%
责任准备金提差	-155.8%	38.4%	-133.0%	-642.3%	-285.6%	-79.7%
其他	0.8%	-2.3%	7.5%	-26.9%	-2.4%	-1.7%
营业外收支	-0.1%	-0.2%	0.0%	-1.2%	-1.8%	-0.3%
所得税	12.9%	15.2%	-1.3%	-6.9%	-15.9%	10.5%
少数股东损益	-0.3%	-1.0%	-1.5%	0.0%	-9.4%	-1.4%
归母净利润	-34.4%	-42.7%	53.1%	37.7%	19.9%	-26.7%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

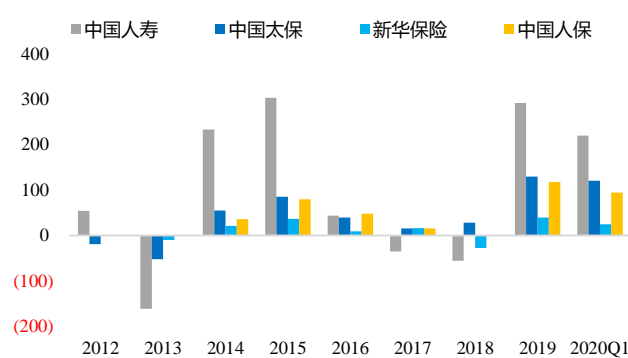
归母净资产增速显著放缓，五家上市保险公司合计较年初+2.8%，主要源于业绩增速下降，叠加 AFS 浮盈减少其他综合收益。2020 年 3 月末，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保归母净资产分别为 6902 亿、4137 亿、1859 亿、876 亿、1878 亿，较年初增速分别为+2.5%、+2.5%、+4.2%、+3.8%、+2.6%，一方面源于利润增速放缓，另一方面源于其他综合收益相较于年初减少，可供出售金融资产公允价值下降导致净资产缩水。3 月末，国寿、太保、新华、人保的资产负债表“其他综合收益”分别为 220 亿（年初 292 亿）、121 亿（年初 129 亿）、24 亿（年初 40 亿）、94 亿（年初 118 亿）。

图 4：2020Q1 上市保险公司归母净资产及较年初增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 5：2014-2020Q1 上市保险公司其他综合收益



资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.1. 投资：净投资收益率降幅有限，总投资收益率分化，源于浮盈兑现节奏差异

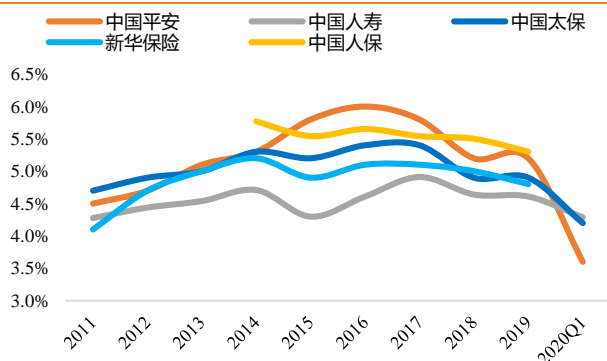
净投资收益率略有下行，总投资收益率表现分化，预计源于部分险企兑现浮盈所致。净投资收益率方面，一季度平安、国寿、太保分别下降 0.3pct.、0.02pct.、0.2pct.，预计主要源于长端利率下行，到期固收资产再配置的收益率降低（平安的净投资收益率降幅最大，预计是因为受到汇丰暂停分红的影响）。总投资收益率方面，Q1 权益市场波动较大（上证综指/沪深 300 指数分别较年初下跌-9.83/-10.02%），上市保险公司投资端在去年一季度的高基数下承压，但表现分化，其中：1）国寿去年 Q1 基数较高，总投资收益率同比-1.58pct.至 5.13%；2）平安在 IFRS9 准则下受权益市场波动影响较大，总投资收益率同比-1.7pct.至 3.4%（但未对权益类利息收入/分红收入/投资资产价差等未做年化处理，因此存在低估）；3）太保总投资收益率小幅-0.1pct.至 4.5%，一方面公司权益资产占比较低，尤其是 FVPL 资产占投资资产比例仅 0.3%，因此受股市波动影响小，另一方面源于兑现浮盈；4）新华总投资收益率同比增长 0.9pct.至 5.1%，亦是源于兑现此前的 AFS 浮盈进入利润表。

表 1：2020Q1 上市保险公司投资收益率及同比变动

	净投资收益率	同比变动	总投资收益率	同比变动	综合投资收益率（估算值）	同比变动
中国平安	3.60%	-0.30pct.	3.40%	-1.70pct.	-	-
中国人寿	4.29%	-0.02pct.	5.13%	-1.58pct.	4.16%	-6.51pct.
中国太保	4.20%	-0.20pct.	4.50%	-0.10pct.	4.22%	-3.09pct.
新华保险	-	-	5.10%	+0.90pct.	4.52%	-2.93pct.

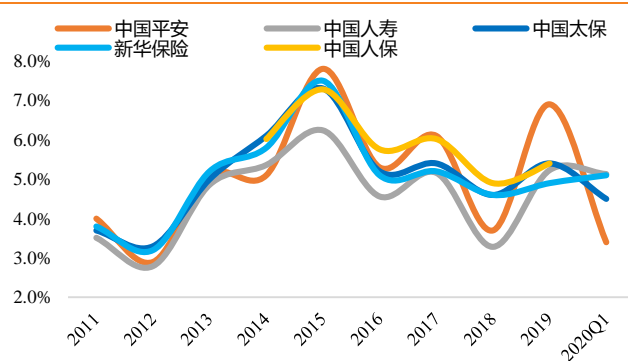
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 6：2011-2020Q1 上市保险公司净投资收益率



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 7：2011-2020Q1 上市保险公司总投资收益率

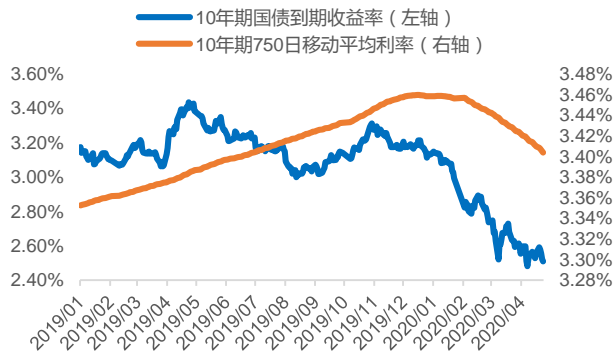


资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.2. 会计估计变更：750 日移动平均利率下行，准备金补提冲击净利润

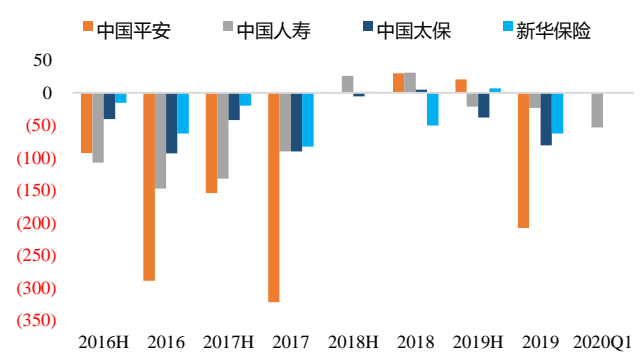
750 日移动平均利率较年初-4bps，准备金多提冲击利润。截止 2020 年 3 月末，10 年期 750 日移动平均利率曲线下行 4bps 至 3.41%，预计上市险企负债端的保险合同准备金普遍多提，例如国寿 Q1 会计估计变更减少税前利润 53 亿元。今年一季度，国寿、平安、太保、新华的责任准备金分别较去年同期增提 406 亿、-175 亿、73 亿、216 亿、168 亿，拖累税前利润。

图 8：2019 年至今 10 年期国债利率及 750 日移动平均利率走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2016 年至今，会计估计变更对税前利润的影响（亿元）

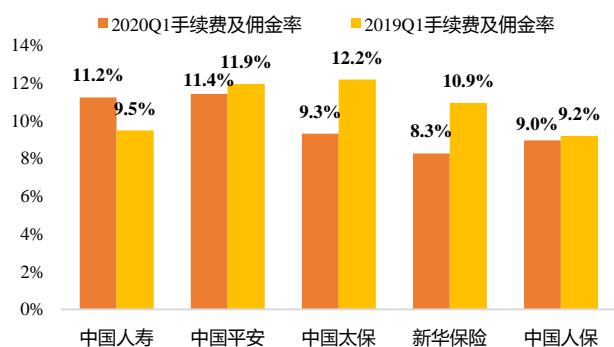


资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.3. 所得税率：手续费及佣金税前抵扣比例同比提升，所得税率同比下行

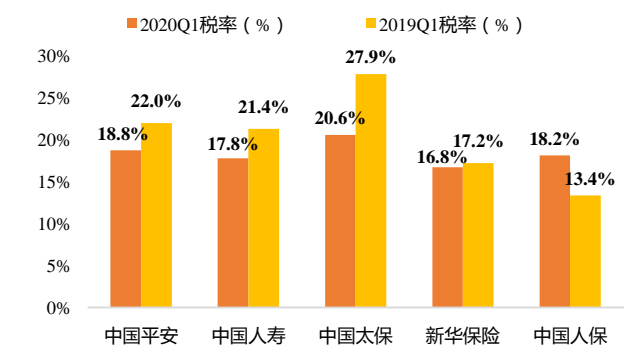
所得税率同比显著下滑，源于今年 Q1 手续费及佣金抵扣比例同比提升至 18%。2020Q1，国寿、平安、太保、新华和人保的手续费及佣金费率分别为 11.2%、11.4%、9.3%、8.3%、9.0%，国寿同比+1.7pct.，而平安、太保、新华、人保分别同比下行-0.5pct.、-2.9pct.、-2.6pct.、-0.2pct.。今年 Q1 手续费及佣金税前抵扣比例提升至 18%（去年同期寿险 10%、产险 15%），因此所得税率亦有明显下滑，平安、国寿、太保、新华、人保分别-3.2pct.、-3.6pct.、-7.3pct.、-0.4pct.、+4.8pct.。

图 10：2019Q1、2020Q1 上市公司手续费及佣金率



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 11：2019Q1、2020Q1 上市保险公司所得税率



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2. 寿险：疫情冲击新单及价值增速，预计 2 季度负债端将迎改善

疫情对 Q1 负债端冲击显著，仅新华、国寿的新单正增长，开门红策略差异导致增速分化。一季度，国寿、平安、太保、新华、人保的新单保费收入分别为 1095 亿、492 亿、120 亿、220、337 亿，同比增速分别为+16.5%、-16.3%、-31.1%、+136.0%、-15.8%。

1) 国寿“开门红”节奏前置（率先于 19 年 10 月开启预收），且产品形态相较于去年更有竞争力，带动新单较快增长，业务抓早抢前，受疫情的冲击影响小于同业；

2) 平安去年年末收官战有所延长，对一季度新单保费有一定影响；

3) 太保开门红启动时间较晚，叠加一季度费用管控力度较强（手续费与佣金支出同比-21.9%），新单表现弱于同业；

4) 新华在规模价值同步驱动的战略导向下，一季度银保新单同比+689%驱动新单高增，同时个险新单同比+20%，整体期交新单同比+13.4%；

5) 人保寿险新单保费同比-25.5%，其中趸交新单同比-37.8%，预计源于公司主动压缩趸交业务，主力向期交发展转型；而人保健康新单保费同比+26.4%，其中趸交长险新单同比+643%，预计主要由支付宝平台销售的“好医保长期医疗”驱动增长。

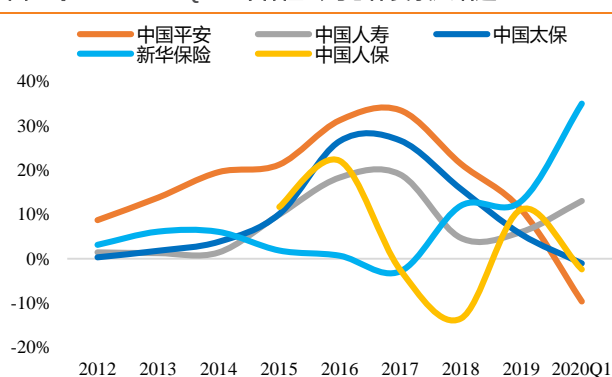
整体而言，受疫情影响，2、3 月起线下展业停滞，各家保险公司的业务重心由线下转移至线上，主力产品从件均较高的年金险、重疾险切换为件均较低的医疗险、意外险，使 Q1 上市保险公司的新单增速（尤其是长期期交新单）受冲击较为显著。

表 2：2020Q1 上市保险公司新单保费及增速

	新单保费口径	2020Q1（亿元）	2019Q1（亿元）	同比增速
中国人寿	长期险新单保费+短期险保费	1094.50	939.54	+16.49%
中国平安	用于计算新业务价值的首年保费	491.88	587.83	-16.32%
中国太保	代理人渠道新单保费	120.22	174.42	-31.07%
新华保险	长期险首年保费+短期险保费	220.46	93.42	+135.99%
中国人保	长期险首年保费+短期险保费	376.64	447.56	-15.85%

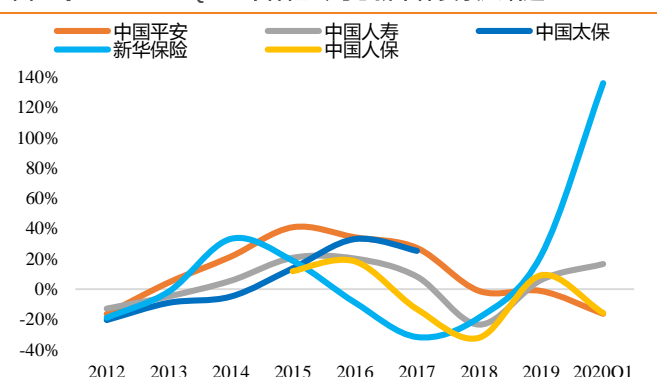
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 12：2012-2020Q1 上市保险公司总保费收入增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 13：2012-2020Q1 上市保险公司总新单保费收入增速

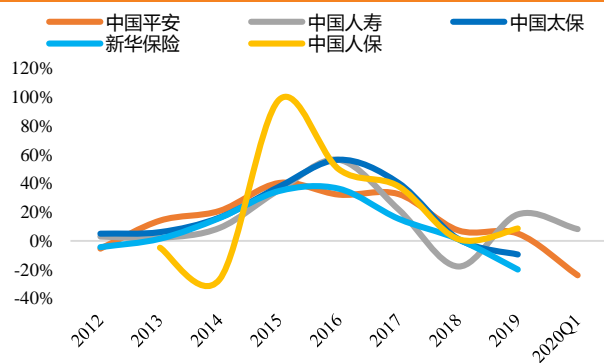


资料来源：公司年报，天风证券研究所

保障型业务推动受疫情影响普遍滞后，NBV 增速弱于新单增速，预计 Q1 价值率同比均有所下行。一季度，国寿、平安 NBV 分别同比+8.3%、-24.0%，价值增速均弱于新单表现（分别为+16.5%、-16.3%），源于新业务价值率同比有所下行。其中平安一季度 NBV Margin 为 33.4%，相较于去年同期-3.4pct.，预计源于疫情导致代理人线下业务展业受阻，高价值保障型业务推动节奏后置，同时公司纷纷加大易于销售但价值率相对较低的线上简单产品推广力度，为疫情过后客户转化做准备，产品结构变动导致价值率均同比有所下行。

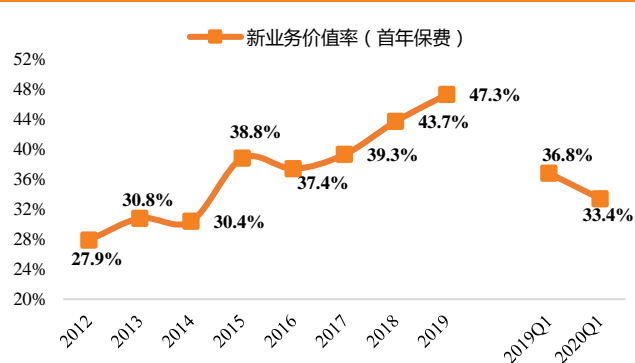
我们判断，疫情结束后健康险销售将迎来显著提升，NBV Margin 亦有望改善。

图 14：2012-2020Q1 上市保险公司 NBV 增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 15：2012-2020Q1 平安的新业务价值率（首年保费）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

疫情期间线上增员简化，人力规模稳中有升，预计疫情后增员市场将迎来结构性机遇。截至一季度末，国寿总销售人力规模超过 200 万人，较年初增长超过 8%，增速高于同业；平安代理人规模较年初下滑 3.0%至 113 万人；我们预计新华、太保代理人规模维持稳定且较年初略有提升。我们认为，疫情后经济压力增大，居民失业率上升、部分职业的收入增长预期下降，寿险增员市场有望迎来结构性机会。此外，疫情期间寿险公司线上化增员力度提升，普遍积极利用直播、线上产说会/创说会等增员工具，而同时社会公众居家防疫成为常态，居民有更多的时间和机会参与线上增员活动，我们判断，这都将有利于寿险公司增员难度降低，代理人规模短期或有增长。

表 3：2020 年 3 月末，国寿、平安的人力规模及较年初增速

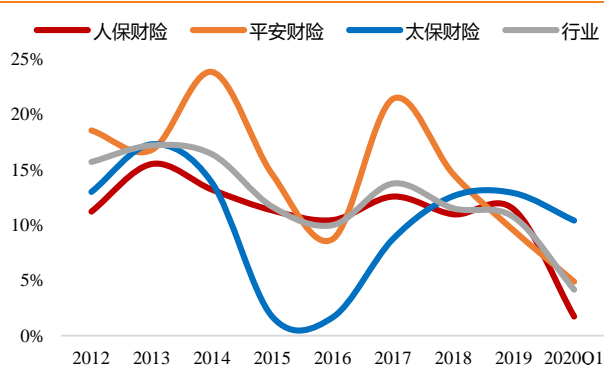
	2020/03 人力规模（万人）	2019 年末人力规模（万人）	较年初增速
中国人寿	超过 200 万人	184.80	超过 8%
中国平安	113.2	116.69	-3.0%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

3. 产险：新车销量下滑拖累财险保费增速，综合成本率同比改善

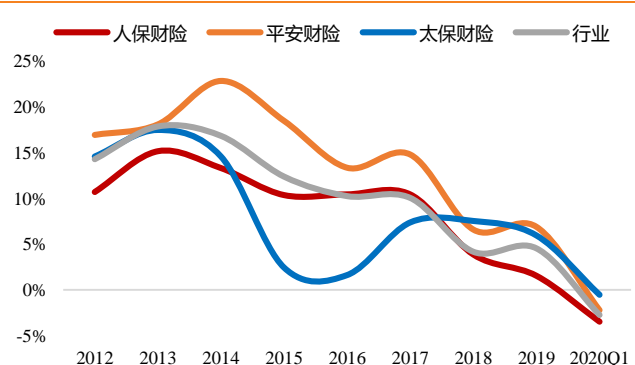
财险保费增速较去年同期放缓，主要受到新车销量下滑导致车险负增长拖累。一季度，财产险行业保费增长 4.2%，其中人保、平安、太保财险保费分别增长+1.7%、+4.9%、+10.4%，增速较去年同期显著放缓，主要受到车险负增长拖累。Q1 行业车险保费增速转负，为-2.8%，其中人保、平安、太保的车险保费增速分别同比-3.5%、-2.2%、-0.5%，主要源于新车销量受疫情影响有所下滑（1-3 月行业新车销量同比-42.4%）叠加续保积极性下降，拖累车险保费增速。考虑到中汽协建议尽快出台政策刺激汽车消费潜力，我们判断后续新车销量有望提振，预计车险保费增速亦有望边际回暖。

图 16：2012-2020Q1 上市保险公司及行业财险保费收入增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 17：2012-2020Q1 上市保险公司及行业车险保费收入增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

非车险方面，人保、平安、太保分别同比增长+7.1%、+20.7%、+32.4%。非车险保费占比进一步提升（分别提升至 51.7%、35.6%、39.8%，同比分别提升 2.6pct.、4.7pct.、6.6pct.），行业非车险保费同比+13.6%。细分险种角度，受疫情影响，与实体经济密切关联的险种需求滞后，人保的企财险、责任险分别同比下降-3.8%、-3.9%；而健康险反而受益于疫情下居民投保意识增长，行业、人保、平安的意外及健康险分别高增长 26.5%、+23.1%、19.6%；农险亦维持较快增速，行业、人保分别同比+20.6%、+10.2%。

表 4：2020Q1 财险行业及人保财险非车险保费及同比增速（单位：亿元）

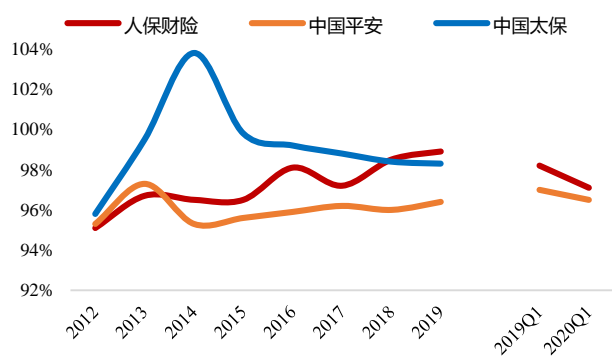
	财险行业			人保财险		
	2020Q1	2019Q1	同比增速	2020Q1	2019Q1	同比增速
健康险	518	360	+43.9%	348	283	+23.1%
责任险	241	227	+6.2%	82	85	-3.9%
保证险	199	190	+4.7%	25	48	-48.0%
农业险	187	155	+20.6%	98	89	+10.2%
企财险	173	173	+0.0%	49	51	-3.8%
意外险	121	145	-16.6%	-	-	-
工程险	42	43	-2.3%	-	-	-
家财险	29	29	+0.0%	-	-	-
货运险	-	-	-	10	12	-11.5%
其他	152	141	+7.8%	48	49	-1.6%
非车险合计	1662	1463	+13.6%	660	616	+7.1%

资料来源：公司年报、银保监会，天风证券研究所（*注：人保财险的健康险口径为“意外伤害为健康险”）

Q1 上市财险综合成本率改善显著，预计源于费用率下行+已赚保费形成率改善所致。一季度，人保、平安财险的综合成本率分别为 97.1%、96.5%，同比分别下降 1.1pct.、0.5pct.（Q1 太保财险净利润同比+89.7%，预计综合成本率同比亦有大幅改善）。

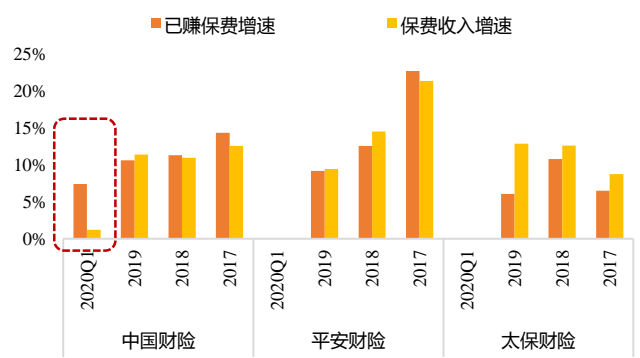
以人保为例，一季度赔付率升、费用率降。我们测算，人保费用率同比-3.1pct.至 30.8%，主要源于手续费支出同比-8.1%；赔付率同比+2.0pct.至 66.3%，其中赔付支出同比-11%，预计源于疫情期间车险的出险率降低，但责任准备金大幅增提。此外，今年已赚保费形成率的负面影响消除（去年 Q1 已赚保费增速显著低于保费收入增速，导致综合成本率分母较小，而今年 Q1 已赚保费同比+7.1%，高于保费收入增速），对综合成本率改善亦有贡献。

图 18：2012-2020Q1 上市保险公司及行业财险保费收入增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 19：2020Q1 已赚保费增速显著超过保费收入增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

4. 投资建议

Q1 负债端受疫情冲击显著，我们判断 Q2 起保单销售将迎改善，寿险保费有望进入小复苏期，这是保险股估值修复的驱动力。我们判断，接下来健康险销售将迎来显著提升，但年金险销售短期仍会承压。

1) 需求方面，我们近期开展了样本量较大的寿险代理人调研，调研结果显示：当前时点，客户对寿险产品的购买需求已强劲增长，但购买能力略有不足。由于健康险件均更低、保障属性更强，预计线下展业恢复后，健康险有望率先迎来增长，后续随着经济企稳，居民财富稳健增长，整体保单销售有望迎来自上而下的反转。

2) 供给方面，代理人线下展业逐步恢复；且由于社会隐形失业增加，某些高素质人员密集行业的收入预期下降，专业保险代理人的收入优势与“自由”优势提升。尤其是疫情下其他行业就业承压，保险公司可抓住机会强化增员。我们判断代理人增长情况将环比好转。

3) 各家公司二季度实施了更加积极的队伍激励策略，产品调整策略，明显增加了费用投入，我们判断将有助于促进保险销售的改善。

图 20：上市保险公司的 NBV 和 EV 展望

单位：百万	NBV 预估						EV 预估	
	2020Q1E	同比增速	2020Q2-4E	同比增速	2020E	同比增速	2020E	同比
中国平安	16453	-24.0%	55776	2.7%	72229	-4.9%	1412898	17.7%
中国人寿	17740	8.3%	48526	14.7%	66266	12.9%	1076891	14.3%
中国太保	7268	-19.1%	17725	13.5%	24993	1.6%	456762	15.3%
新华保险	2754	-19.1%	7362	15.5%	10116	3.4%	232487	13.4%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

当前保险板块估值处于历史低位，资产端预期过度悲观，随着后续负债端企稳向上，我们判断保险股的转机将较快出现。截至 4 月 30 日，平安、国寿、太保、新华的 2020 年 PEV 分别为 0.96、0.75、0.61、0.60 倍。我们认为，当前估值隐含的“长期投资收益率假设”极低：平安 A 股为 4.6%（未考虑科技、管理等各种溢价），国寿 A 股为 3.7%，新华、太保 A 股为 2.7%，市场对资产端的预期过于悲观。我们判断，未来 5 年上市险企净投资收益率不低于 4.5%。我们基于最悲观情景（10 年期国债收益率 1.5%、长期投资收益率预期 3.5%）来测算 EV 调整值，P/“调整后的最悲观 2020EV”分别为 1.01 倍、1.12 倍、0.79 倍、0.78 倍，依然处于低位。

图 21：2012 年至今，A 股上市保险的 P/EV 走势图（其中 2020 年至今，采用 P/最悲观情形的调整后 EV）



资料来源：Wind，天风证券研究所（数据截止 2020 年 4 月 30 日）

5. 风险提示

- 1) **经济超预期下滑**：疫情导致国内经济压力增加，叠加海外疫情仍然具有不确定性，亦对国内经济增长形成压力，若经济超预期下滑，居民财富将近一步缩水，将冲击保单销售。
- 2) **长端利率超预期快速下行**：如果长端利率超预期快速下行，则保险公司再投资资产将面临配置压力，且负债端的准备金计提超预期，将抑制保险公司估值。
- 3) **权益市场波动**：若权益市场剧烈波动导致投资收益下滑，将会对保险公司净利润造成负面冲击，投资负偏差可能拖累 EV 增长。
- 4) **保障型产品销售不及预期**：若新冠肺炎疫情发展超预期，社会复工全面延迟，代理人线下展业受限，后续保障型产品销售可能不及预期。

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