证券研究报告

行业研究——事项点评

保险行业

看好 | 中性 | 看淡

上次评级：看好，2020.06.15

王舫朝　非银金融首席分析师

执业编号：S1500519120002

联系电话：（010）83326877

邮　箱：wangfangzhao@cindasc.com

朱丁宁 研究助理

邮箱：zhudingning@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

保险行业 1H20 半年报综述

2020 年 8 月 31 日

事件：上市保险公司披露半年报。

点评：

- **净利润同比减少 24.4%。**上市五家险企合计实现净利润 1342.77 亿元，受 2019 年同期执行手续费和佣金支出税前扣除带来的高基数和上半年投资收益以及利率下行带来的准备金折现率假设更新的影响，YoY-24.4%，其中平安-29.7%降幅居首，新华-22.1%，国寿、人保均为-18.8%，太保最优-12%。

- **寿险负债端表现分化。**新华银保渠道大爆发，国寿实现唯一新业务价值正增长。(1)从个险新单首年期交来看，国寿+10.7%，新华+8.3%，平安-21.5%，太保-35.3%，平安、太保受疫情影响，线下展业困难，下滑压力较大，国寿新单增速仍然维持领先，14.4%的首年+短期险同比增速成为拉动新业务价值唯一正增长的关键因素；(2)人力方面，国寿、平安、太保、新华分别为 169、111、77、53 万人，较年初分别+4.77%，-5.05%，-3.04%，+3.75%，国寿、新华保费收入增加成为代理留存压力缓解的重要驱动因素；(3)新业务价值方面，国寿同比+6.71%，新华-11.36%，平安-24.41%，太保-24.78%。国寿由于去年 10 月便开始开门红，今年疫情期间受影响较小，同时保障型产品发力；而新华由于改革大力发展银保趸交，上半年实现趸交保费收入 164 亿元，2019 年同期仅为 1400 万元，占长险首年保费占比较年初提升 54.8pct 至 54.9%。但新业务价值率从 38%降至 27%。

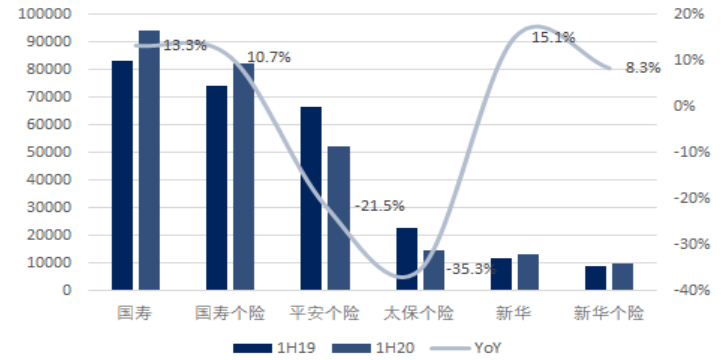
- **产险：车险承保盈利提升，非车综合成本率小幅提升。**2020H1 人保、平安、太保财产险保费同比增速分别为 4.4%、10.5%和 12.3%，其中车险+2.8%、3.6%和 4.0%，非车险 6.2%、27.1%和 29.8%。其中太保非车险业务中，农险（+45.6%）和责任险（+34.1%）增长强劲，人保农险（+16.6%）保费仍然高增，而信保业务继续收紧（-58%）；综合成本率方面，平安由于疫情带来的保证保险赔付上涨（104%），导致综合成本率上升 1.5pct 至 98.1%；太保、人保均下降 0.3pct，太保得益于车险费用率和赔付率均下降 0.3ppts，人保承保盈利贡献主要来源于车险赔付率下降 4ppts，而非车险业务综合成本率上升 5.5ppts 至 101.9%，其中信保业务赔付率大幅攀升（较去年同期提升 59pct 至 120%），导致综合成本率提升 40.6pct 至 138.6%，农险由于自然灾害导致赔付率上升，推升综合成本率 3.7ppts。从趋势上看，车险综合改革将带来费用率继续下降，赔付率料上升，具备风险定价能力的龙头险企有望胜出，综合成本率有望保持稳定。

- **投资总体保持稳健。**总投资收益率新华+0.4%至 5.1%，太保持平（4.8%），国寿平安分别下滑 0.4%和 1%至 5.34%和 4.8%；净投资收益率均小幅下滑，国寿 4.3%（-0.4pct），平安 4.1%（-0.4pct），太保 4.4%（-0.2pct），新华 4.6%（-0.4pct）。新华由于上半年减少债权型资产的配置，同时对部分投资收益兑现使得买卖价差增加抵消了公允价值变动损失，带来总

投资收益率增加；国寿投资收益低于预期，主要因为利率大幅下行、持仓上市股票股息派发延后以及公允价值变动损益下降-68.3%，且因可供出售金融资产公允价值下跌 72%导致综合收益率下降 2.85pct；太保整体投资收益率稳健，同样兑现了部分投资收益，且上半年债券投资占比下降 3.1pct。平安则因为实施 I9 导致上半年公允价值变动损益加大叠加分红下降导致总投资收益率下滑明显。随着利率企稳，行业将逐渐加大长端利率债配置，以及权益市场活跃度提升，投资收益将明显改善。

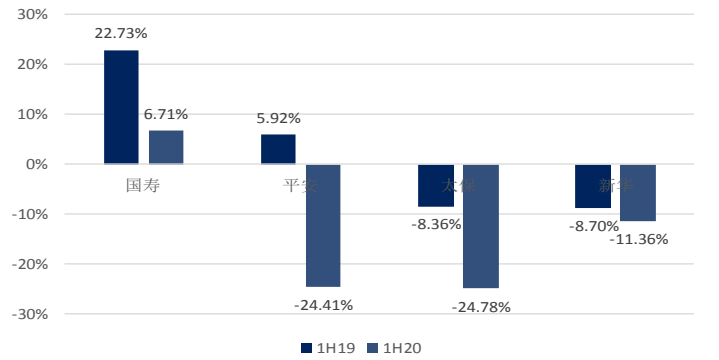
- **投资建议：** 预计随着经济企稳，保险行业将迎来负债端拐点，同时随着投资收益逐步改善，保险板块有望继续估值修复。截至 2020/08/28，国寿、平安、太保、新华 PEV 分别为 1.06、0.96、0.6 和 0.73。建议关注：新华、国寿、太保、平安。
- **风险因素：** 利率超预期下行、保障型产品销售不及预期

图 1：个险新单首年期缴国寿领先



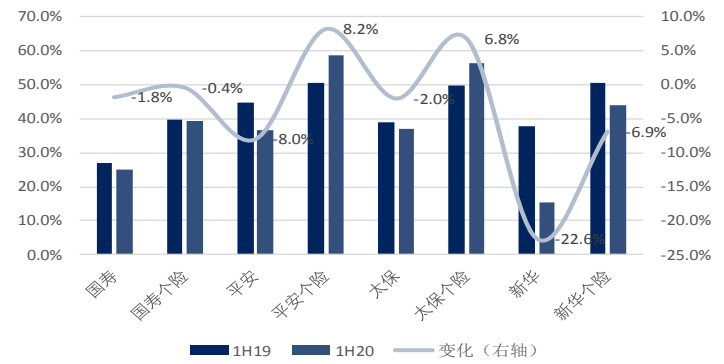
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：寿险 NBV 增长



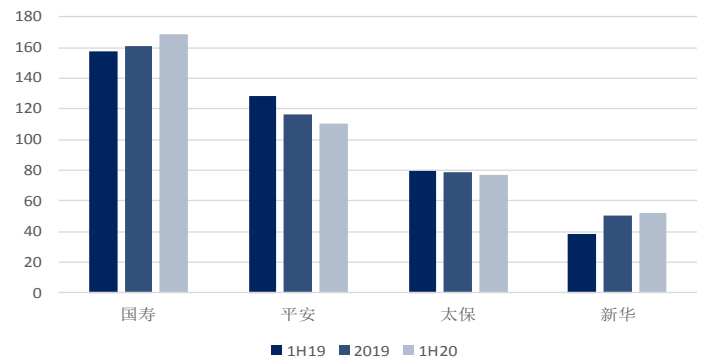
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：NBV margin



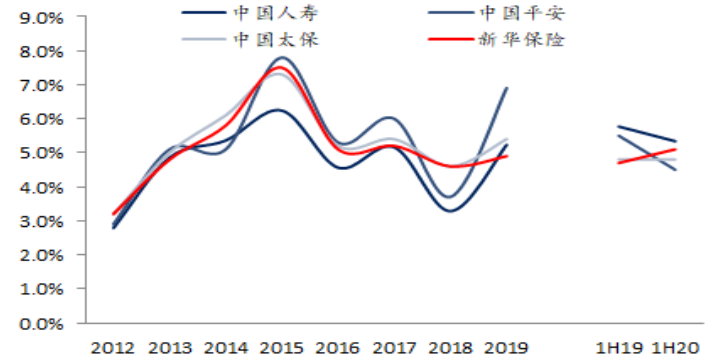
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：代理人数量（万人）



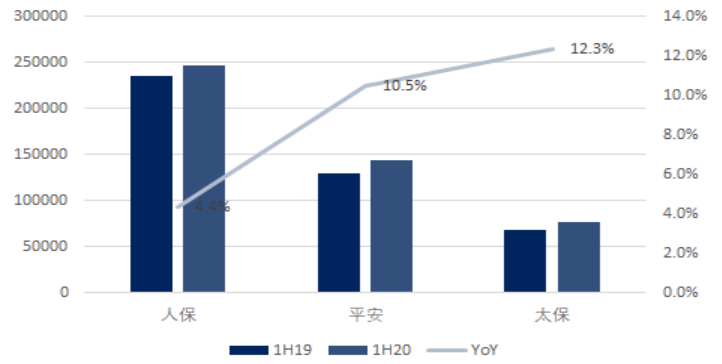
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：总投资收益率新华增加 0.4pct



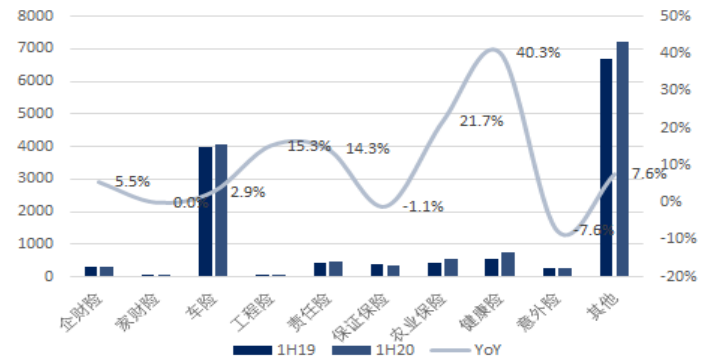
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：产险保费增速太保最高



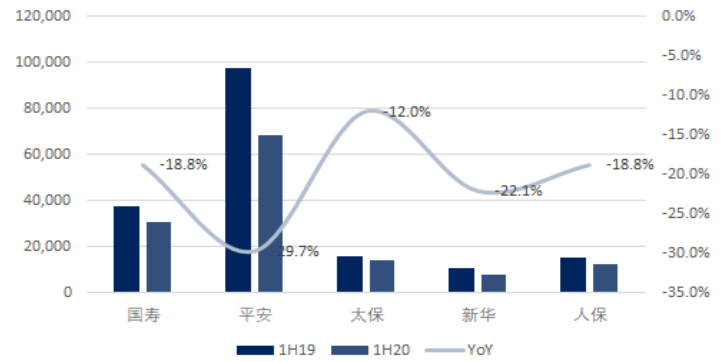
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：行业非车险中农业险、责任险等增长迅猛



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：保险公司净利润同比下滑



资料来源：Wind，信达证券研发中心

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019 年 11 月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于 2020 年 4 月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019 年加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有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,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。