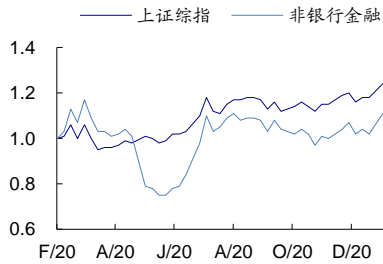


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《交易所专题一: 论退市制度的逻辑》——2021-01-13  
《关于刑法修正案打击证券期货犯罪点评: 证券市场基础制度持续优化》——2020-12-29  
《保险会计政策点评: 示例分析: 聚焦保单, 利于估值》——2020-12-29  
《关于证券公司主承销商独立开展主承销业务》点评: 债市互联互通更进一步》——2020-12-25  
《保险行业 2021 年投资策略: 问资产, 寿险弹性几何》——2020-12-21

证券分析师: 王鼎

电话: 0755-81981000  
E-MAIL: wangding1@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110003

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165  
E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

证券分析师: 戴丹苗

电话: 075581982379  
E-MAIL: daidanniao@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040003

行业投资策略

寿险什么时候会大涨

● 主要内容及结论

**A 股寿险企业股价上涨的促进因素主要可分为两类: 一是经济增长预期改善, 二是资金面改善。**自 2008 年金融危机以来, 随着 GDP 增速的逐步企稳, A 股寿险企业的股价在 2014 年已经走出了美国次贷危机的阴霾, 估值水平逐步筑底。之后, 降息或者经济数据超出预期等事件会使得寿险企业股价加速上升。

● 历史回顾及逻辑验证: 五次上涨

我们首先回顾历史, 将寿险企业的四次大涨情形分为两类: (1) 经济预期大幅改善, 此时寿险股价的反弹幅度较大, 例如 2008 年、2014 年和 2017 年等; (2) 经济继续回落, 而资金面预期逆转, 例如 2019 年。

**股价上涨具体触发事件:** (1) 2008 年 10 月 30 日——当年第三次降息; (2) 2014 年 11 月 21 日——自 2012 年 7 月以后央行的首次降息; (3) 2017 年 4 月 17 日——公布的宏观经济数据超出预期, 全年 GDP 同比增速维持在较高水平; (4) 2019 年 1 月 3 日——当日央行实施降准, 资金面逐渐宽松。

**逻辑验证: 2020 年的大涨, 经济逐步修复, 资金面维持宽松。**随着疫情对中国经济的影响逐步消退, GDP 同比增速逐步修复, 同时 M2 同比增速保持在较高水平。股价上涨具体触发事件: 2020 年 6 月 30 日——一年内第二次下调再贷款利率。

● 投资建议: 等第六次上涨

参考历史, 回到现在, 我们认为有两种情形可能会出现: (1) 国内资金面保持平稳, 美国经济顺利修复, 提振全球经济增长预期, 驱动寿险上涨; (2) 国内资金面预期改善, 或经济修复超出预期, 寿险上涨。

在 2020 年流动性大幅提升之后, 2021 年变得比较特殊, 美国经济复苏或成为主线: (1) 国内 CPI 或将持续提升至高位, 但疫情影响不明朗, 经济修复形势不明朗; (2) 美联储可能会维持低利率, 保障美元的流动性, 使得海外资本市场的流动性高于国内, 形成一定反差, 促使海外经济复苏成为周期股的主线。

● 风险提示

通货膨胀超出预期。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	EVPS/EPS		PEV/PE	
				2020E	2021E	2020E	2021E
601318	中国平安	买入	85.20	75	86	1.14	0.99
601628	中国人寿	买入	39.98	40	46	1.00	0.87
601601	中国太保	买入	39.81	49	56	0.81	0.71
601336	新华保险	买入	55.25	72	82	0.77	0.67
1299.HK	友邦保险	买入	105.2	50	57	2.12	1.84

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 (股价为 2021 年 1 月 20 日的收盘价)

## 投资摘要

### 关键结论与投资建议

**寿险企业的股价表现在于两个因素，一是经济增长预期，二是资金面。**自 2008 年金融危机以来，随着 GDP 增速的逐步企稳，A 股寿险企业的股价已经走出了美国次贷危机的阴霾，估值水平逐步筑底。**之后，降息或者经济数据大幅超出预期等事件会使得寿险企业股价加速上升。**例如 2014 年的降息事件和 2017 年年年初公布的经济数据超出预期，以上事件进一步提振了经济增长的预期，提升寿险企业股价的上涨速度，而在 2016 年未有重大降息事件发生，寿险企业股价的上涨速度相对平缓。与以上情形相反的是，例如在 2015 年美联储加息的预期加重，例如在 2018 年美联储持续加息以及国内发布资管新规，形势反转，资金面的预期受到压制，寿险股价的涨幅亦受到压制。

**参考历史，回到现在，我们认为有两种情形可能会出现：（1）美国经济顺利修复，提振全球经济增长预期，驱动寿险股价上涨；（2）国内资金面预期改善，驱动寿险股价上涨。**

### 核心假设或逻辑

第一，寿险保单的本质是一张有效期较长的合同，附着固定利率。如果寿险企业签出了新单，拿到了保费，却无法实现合同规定的固定利率，那么这张保单就是亏损的保单，不仅没有价值，而且会折损股东资本。所以，无论新单增速多么高，最终这些新单能否带来利润，或者折损股东资本，都要取决于寿险企业在未来能否实现预定的固定利率；

第二，寿险企业能否实现预定的固定利率，取决于长期资产的收益率，而长期资产的收益率最终取决于宏观经济，所以最终宏观经济的预期才是寿险企业股价上涨的核心因素；

第三，资金面的改善，有助于改善宏观经济的预期，所以在某些情况下，降息等事件对寿险企业的股价有很强的正面作用。

### 与市场预期不同之处

只有当宏观经济维持正常，即长期资产的回报率能够维持正常，不至于持续下滑，寿险企业的新单销售才有意义。寿险企业最终还是与制造企业不同，其保单一旦销售，并不必然能带来利润。所以，投资者对宏观经济的预期，对寿险企业的股价影响甚大，远超过新单增速本身的影响力。

### 股价变化的催化因素

第一，疫情逐渐褪去，或美国经济逐步修复，提振投资者对全球经济增长预期；

第二，中国经济逐步修复，GDP 增速能维持在较高水平。

### 核心假设或逻辑的主要风险

中国通货膨胀超出预期，压制经济修复的预期。

## 内容目录

<b>寿险策略探究</b> .....	<b>5</b>
寿险什么时候会大涨：一是经济预期，二是资金面 .....	5
历史回顾：四次大涨 .....	7
逻辑验证：第五次大涨 .....	11
<b>结论及投资建议</b> .....	<b>12</b>
投资建议：等第六次上涨 .....	12
基本面：寿险新单低点有望过去，财险还需观察 .....	12
风险提示 .....	13
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>14</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>14</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>14</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>14</b>

## 图表目录

图 1: 历年 CPI 数据 (左) 以及 GDP 当季同比 (右) .....	5
图 2: A 股寿险行业历次上涨时间 .....	5
图 3: A 股寿险企业股价于 2008 年上涨情况 .....	7
图 4: A 股寿险企业股价于 2014 年上涨情况 .....	8
图 5: A 股寿险企业股价于 2017 年上涨情况 .....	9
图 6: A 股寿险企业股价于 2019 年上涨情况 .....	10
图 7: A 股寿险企业股价于 2020 年上涨情况 .....	11
图 8: 最新 CPI 数据 (左) 以及 GDP 当季同比 (右) .....	12
表 1: A 股寿险 4 次股价大幅上涨的具体情形 .....	6
表 2: 以上年份的 GDP 当季同比数据 .....	6
表 3: 以上年份的 M2 当月同比数据 .....	6
表 4: A 股寿险 2008 年 10 月之后大幅上涨的具体数据 .....	7
表 5: A 股寿险 2014 年 3 月之后大幅上涨的具体数据 .....	8
表 6: A 股寿险 2017 年 4 月之后大幅上涨的具体数据 .....	9
表 7: A 股寿险 2019 年 1 月之后大幅上涨的具体数据 .....	10
表 8: 寿险企业保费情况 .....	12
表 9: 财险业务保费情况 .....	13
表 10: 保险投资标的评级及盈利预测 .....	13

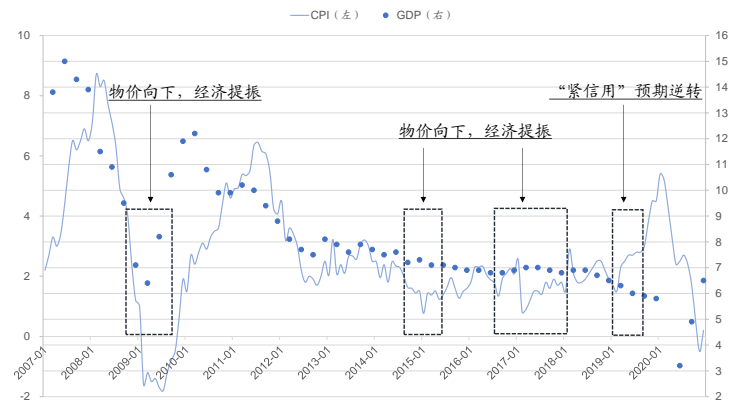
## 寿险策略探究

寿险什么时候会大涨：一是经济预期，二是资金面

自 2008 年以来，A 股寿险企业的股价一般会在如此的情形下大涨：物价向下，经济向上。（1）正向情形：在 2008 年，CPI 快速向下，GDP 增速马上见底向上；在 2014 年和 2017 年，CPI 持续低于 2%，GDP 增速相对维持在较高位置；而在 2019 年或有不同，“紧信用”预期逆转，十年期国债利率企稳，改善投资者对寿险企业的资产预期；（2）反向情形：在 2009 年到 2014 年间，CPI 维持在较高位置，GDP 增速持续向下，寿险企业的股价长期受到压制，中国平安股价创出新低；在 2018 年，美联储加息和资管新规等因素打压经济预期，寿险股价再次受到压制。

寿险什么时候会大涨：一是经济预期改善，二是资金面改善。但核心是经济改善：CPI 向下以及“紧信用”逆转会分别提振货币政策以及非标监管等方面的预期，改善资金面预期，最终改善经济向上的预期。

图 1：历年 CPI 数据（左）以及 GDP 当季同比（右）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：A 股寿险行业历次上涨时间



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（季度节点）

**情形分类:** 我们通过对以上四次涨幅的分析, 将寿险企业的大涨情形分为两类: (1) 经济预期大幅改善, 此时寿险股价的反弹幅度较大, 例如 2008 年、2014 年和 2017 年等; (2) 经济继续回落, 而紧信用预期逆转, 例如 2019 年。

**表 1: A 股寿险 4 次股价大幅上涨的具体情形**

涨幅排序	时间点	之后具体情形
2	2008 年 10 月	GDP 增速和 M2 增速之后见底回升
1	2014 年 11 月	经济形势见高回落, 但资金面预期改善
3	2017 年 4 月	一季度 GDP 增速提升, 之后维持在较高水平, 同时 M2 缓缓回落
4	2019 年 1 月	全年 GDP 增速持续回落, M2 同比增速见底回升

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**表 2: 以上年份的 GDP 当季同比数据**

日期	数据	日期	数据	日期	数据	日期	数据	日期	数据
2008-06	10.90	2013-12	7.70	2016-09	6.80	2018-06	6.90	2019-12	6.00
2008-09	9.50	2014-03	7.50	2016-12	6.90	2018-09	6.70	2020-03	-6.80
2008-12	7.10	2014-06	7.60	2017-03	7.00	2018-12	6.50	2020-06	3.20
2009-03	6.40	2014-09	7.20	2017-06	7.00	2019-03	6.40	2020-09	4.90
2009-06	8.20	2014-12	7.30	2017-09	6.90	2019-06	6.20	2020-12	6.50
2009-09	10.60	2015-03	7.10	2017-12	6.80	2019-09	6.00	2021-03	18.30
2009-12	11.90	2015-06	7.10	2018-03	6.90	2019-12	6.00	2021-06	8.10
2010-03	12.20	2015-09	7.00	2018-06	6.90	2020-03	-6.80	2021-09	6.40

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (2021 年数据为 Wind 预测值)

**表 3: 以上年份的 M2 当月同比数据**

日期	数据	日期	数据	日期	数据	日期	数据	日期	数据
2008-06	17.37	2014-04	13.20	2016-12	11.30	2018-09	8.30	2020-02	8.80
2008-07	16.35	2014-05	13.40	2017-01	10.70	2018-10	8.00	2020-03	10.10
2008-08	16.00	2014-06	14.70	2017-02	10.40	2018-11	8.00	2020-04	11.10
2008-09	15.29	2014-07	13.50	2017-03	10.10	2018-12	8.10	2020-05	11.10
2008-10	15.02	2014-08	12.80	2017-04	9.80	2019-01	8.40	2020-06	11.10
2008-11	14.80	2014-09	12.90	2017-05	9.10	2019-02	8.00	2020-07	10.70
2008-12	17.82	2014-10	12.60	2017-06	9.10	2019-03	8.60	2020-08	10.40
2009-01	18.79	2014-11	12.30	2017-07	8.90	2019-04	8.50	2020-09	10.90
2009-02	20.48	2014-12	12.20	2017-08	8.60	2019-05	8.50	2020-10	10.50

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (2021 年数据为 Wind 预测值)

**具体触发事件:** (1) 2008 年 10 月 30 日——当年第三次降息; (2) 2014 年 11 月 21 日——自 2012 年 7 月以后央行的首次降息; (3) 2017 年 4 月 17 日——公布的宏观经济数据超出预期, 全年 GDP 同比增速维持在较高水平; (4) 2019 年 1 月 3 日——当日央行实施降准, 资金面逐渐宽松。

### 历史回顾：四次大涨

(1) 第一次大涨，2008 年 10 月，经济形势和资金面同步向上。

(1) 经济形势向上：2008 年三季度 GDP 同季增速为 9.5%，较二季度下滑 1.4 个百分点，之后于 2009 年一季度见底，达到 6.5%，后逐步上涨；

(2) 资金面向上：2008 年 9 月 M2 同比增速为 15.29%，较 8 月下滑 0.71 个百分点，至 10 月达到 15.02%，降幅较上月大幅收敛，11 月为 14.8%，触及低点，之后逐步反弹。

大幅上涨时间点 2008 年 10 月 30 日——当年第三次降息：受全球金融危机冲击，经济大幅动荡，致使中国央行在 2008 年五次降息，而 10 月 30 日是当年第三次降息之日，当天中国平安上涨 10 个点。10 月 30 日的拐点有一个特殊的背景，就是美联储以及国际货币基金组织在当天发表声明，表明了国际社会支持全球经济复苏的决心，使得各新兴市场国家及发达国家的股市和债市普遍受到提振，其中道琼斯指数在 29 日的上涨幅度达到 10 个点。以下是部分细节。

在北京时间 10 月 30 日，美联储发表声明，已同巴西、墨西哥、韩国和新加坡四国央行分别签订总额达 300 亿美元的货币互换协议，以上四国央行可从美联储获得总额不超过 300 亿美元的流动性，有效期至 2009 年 4 月 30 日；同一天国际货币基金组织表示，将推出新的短期贷款方式，向一些陷入困境的新兴经济体提供紧急贷款，帮助它们渡过目前金融危机。各新兴市场国家及发达国家的股市和债市普遍受到提振，其中道琼斯指数在 29 日的上涨幅度达到 10 个点。

图 3：A 股寿险企业股价于 2008 年上涨情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

值得注意的是：(1) 2008 年 10 月的下跌及之后的上涨，寿险企业的股价与上证指数是同步的，同涨同跌；(2) 三家寿险企业当年的 NBV 同比增速相差不多。

表 4：A 股寿险 2008 年 10 月之后大幅上涨的具体数据

	上证指数	中国平安	中国人寿	中国太保
每股内含价值		16.7	8.5	9.09
低点	1665	9.28	14.34	7.63
P/EV		0.56	1.69	0.84
高点	3478	25.57	29.08	22.95
P/EV		1.53	3.42	2.52
低点到高点涨幅	109%	176%	103%	201%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

(2) 第二次大涨，2014 年 11 月，经济形势见高回落，但资金面预期改善。

(1) 经济形势见高回落：2014 年 2 季度 GDP 同比增速达到 7.6%，较 1 季度回升，之后便逐步回落。2014 年全年中国 GDP 实际增速为 7.3%，同比增速下滑 0.5%，已经到了“保 7”的阶段，同时“三期叠加”，经济出现了加速下滑的态势。期间，国际原油价格从 2014 年 6 月的 115 美元持续暴跌至 2014 年底的 50 美元，致使通货紧缩的预期抬头，打击投资者对全球经济的信心。

(2) 资金面预期改善：2014 年 11 月 21 日——经济增速下滑，自 2012 年 7 月以后央行的首次降息。在经济下滑以及通货紧缩的背景下，降准降息的预期开始升温，直至 11 月 21 日，央行决定全面降息，宣告了货币政策的彻底转向，之后 A 股寿险开始加速上涨。后期随着中国证监会对融资融券等杠杆手段的打压，A 股开始下调。再之后，随着美联储加息预期的抬升，A 股伴随全球指数进一步下跌。

图 4：A 股寿险企业股价于 2014 年上涨情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

值得注意的是：(1) 在 2014 年 A 股寿险企业的股价表现与大盘指数基本保持同步；(2) 道琼斯工业指数和 A 股大盘指数基本同时于 2015 年 5 月见顶。

表 5：A 股寿险 2014 年 3 月之后大幅上涨的具体数据

	上证指数	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险
每股内含价值		51.6	16.1	18.9	27.33
低点	1974	15.56	11.73	12.37	17.77
P/EV		0.30	0.73	0.65	0.65
高点	5178	40.98	39.19	32.47	65.75
P/EV		0.79	2.44	1.72	2.41
低点到高点涨幅	162%	163%	234%	162%	270%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

背景：2014 年和 2015 年的经济环境比较特殊，中国经济增速“破 7”，进入“6 时代”，中国央行持续出台政策，释放流动性，但与此同时，美联储自 2008 年金融危机以来的首次加息预期开始抬升（2015 年 12 月正式加息），持续压制流动性以及经济增长的预期，促使道琼斯工业指数和 A 股大盘指数基本同时于 2015 年 5 月见顶。寿险，作为周期股的代表之一，在此背景下跟随大盘指数加速回落。



(3) 第三次大涨，2017年4月，经济形势维持在较高水平，资金面预期平稳。

表 6: A 股寿险 2017 年 4 月之后大幅上涨的具体数据

	上证指数	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险
每股内含价值		45.14	25.97	31.58	49.19
低点	3016	32.15	22.35	22.79	38.04
P/EV		0.71	0.86	0.72	0.77
高点	3587	72.74	33.96	44.82	69.4
P/EV		1.61	1.31	1.42	1.41
低点到高点涨幅	19%	126%	52%	97%	82%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: 元)

(1) 经济增长超出预期: 4月17日公布的经济属于超于预期, 主要经济指标好于预期, 其中一季度 GDP 同比增长达到 6.9%, 创下 2015 年 9 月以来的最高, 消除外界对中国经济“放缓”的担忧。GDP 同比增速从 2016 年 3 季度上涨至 4 季度的 6.9%, 至 2017 年 1 季度和 2 季度, 保持在 7.0% 的较高水平, 之后除了在 4 季度微幅下滑至 6.8%, 其余季度皆保持在 6.9% 的水平, 直至 2018 三季度开始下滑。

(2) 物价 (CPI 和 PPI) 增长回落, 更趋温和, 资金面预期平稳: CPI 当月同比连续两个月低于 1, PPI 迎来向下拐点。自 2016 年 10 月份至 2017 年 1 月份连续四个月, CPI 同比增幅均在 2% 以上, 其中, 1 月份 CPI 同比上涨 2.5%, 直至 2 月份跌至两年以来最低点, 而 3 月份 CPI 环比下降 0.3%, 同比上涨 0.9%。同时, PPI 仍然保持了较高的涨势。不过, 这种涨幅在 3 月份已经出现了收缩。在这种情况下, 资金面预期必然平稳。

但之后, 加息预期抬升: 至年底, 中国央行跟随美联储加息, 以及资管新规征求意见稿正式出台, A 股寿险企业的股价开始跟随大盘震荡下跌。

图 5: A 股寿险企业股价于 2017 年上涨情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

(4) 第四次大涨，2019年1月，经济形势向下，资金面逆转向好。

表 7: A 股寿险 2019 年 1 月之后大幅上涨的具体数据

	上证指数	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险
每股内含价值		65.67	33.33	43.7	65.72
低点	2440	52.46	19.30	25.29	37.5
P/EV		0.80	0.58	0.58	0.57
高点	3288	89.81	35.63	38.78	63.47
P/EV		1.37	1.07	0.89	0.97
低点到高点涨幅	35%	71%	85%	53%	69%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理(单位:元)

(1) 经济形势向下: 2019 年全年各季度的 GDP 同比增速持续回落, 从 2018 年 4 季度的 6.5% 回落至 2019 年 4 季度的 6.0%; (2) 资金面逆转向好: M2 同比增速见底回升, 从 2018 年 10 月的 8.0% 上升震荡上升至 2019 年 12 月的 8.7%。

2019 年 1 月 3 日——当日央行实施降准, 资金面逐渐宽松: 在经历了 2018 年的紧信用之后, 市场终于在 2019 年 1 月 4 号下午迎来降息, 即中国央行宣布下调金融机构存款准备金率 1 个百分点。

全球背景: 美国降息预期抬升。美联储在 2018 年进行了四次加息。在 2018 年 12 月, 美联储第四次加息, 致使道琼斯工业指数持续下挫, 之后投资者开始预期美国于 2019 年不再加息。至 2019 年 1 月 31 日, 美联储在首次 FOMC 议息会议决定暂不加息, 并在 2019 年连续降息三次, 大幅改善投资者的经济增长预期和风险偏好。

自 1 月 4 日开始, A 股寿险企业的股价开始跟随大盘见底回升, 其中中国平安在 6 月已经涨至阶段性高点, 89 元, 之后中国人寿接力, 从 10 月初涨至 11 月初, 随后至 2020 年 1 月中下旬, 疫情苗头显现, 四家寿险企业股价便跟随大盘加速下跌。

图 6: A 股寿险企业股价于 2019 年上涨情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

综合以上, 我们认为对于寿险股价而言, 最核心的因素是投资者对宏观经济的预期。而资金面的改善, 最终也是通过提振宏观经济预期, 才能驱动寿险股价。

### 逻辑验证：第五次大涨

第五次大涨，2020年6月30日，经济形势向上，资金面维持在较好的状态。

(1) 经济形势向上：在2020年，随着疫情影响的逐步消退，GDP同比增速逐步提升，同时M2同比增速保持在较高水平。2020年，受疫情影响，GDP一季度增速跌至-6.8%，之后逐步修复，至四季度达到6.5%；(2) 资金面维持在较好的状态：M2同比增速重拾增长，从2月的8.8%上升至4月的11.1%，再次回到2017年的“10%以上”水平，维持至6月，直至7月开始下滑，震荡下滑至12月的10.1%。

2020年3月23日——疫情事件冲击全球经济，美联储出台“ unlimited quantitative policy”：美联储在3月持续出台刺激政策，于3月3日及3月15日降息，之后在3月23日推出措施更加多元的一揽子刺激政策，首次提出将按照所需规模 (in the amounts needed) 买入美国国债和机构住房抵押贷款支持证券，被投资者戏称为“ unlimited的量化宽松政策”，在一定程度上稳定了全球风险资产的价格。受此刺激，在3月23日，全球各主要指数见底回升，美国道琼斯工业指数见底回升。

2020年6月30日——降息：中国央行在6月30日于年内第二次下调再贷款利率，促使A股寿险企业的股价跟随上证指数快速攀升，加速了指数和部分寿险企业股价的上涨速度。

图7：A股寿险企业股价于2020年上涨情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

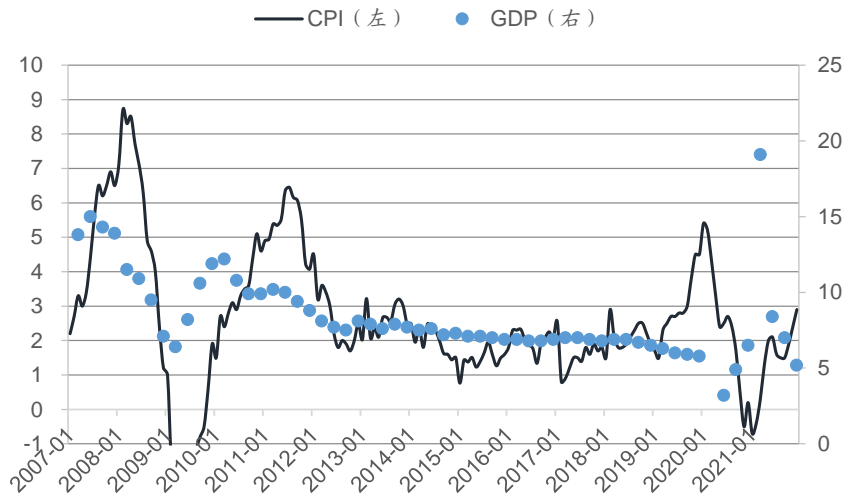
## 结论及投资建议

### 投资建议：等第六次上涨

对于 2021 年寿险的投资，我们认为美国的经济形势是比较关键的因素：（1）如果拜登上台后，美国经济能顺利修复，提振全球经济预期，那么寿险企业的股价应当会大幅上涨；（2）如果美国经济迟迟不见提振拐点，而国内的资金面宽松，或者国内的经济数据超出预期，那么寿险股价应当会上涨，至少有一定相对收益。

在 2020 年流动性大幅提升之后，2021 年变得比较特殊，美国经济复苏或成为主线：（1）国内 CPI 将持续提升至高位，但疫情影响不明朗，经济修复形势不明朗；（2）美联储可能会维持低利率，保障美元的流动性，有利于美国以及全球的经济修复，促使海外的经济复苏成为周期股的主线。

图 8：最新 CPI 数据（左）以及 GDP 当季同比（右）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（2021 年后的数据为 Wind 预测值均值）

### 基本面：寿险新单低点有望过去，财险还需观察

自 11 月新重疾定义文件（《重大疾病保险的疾病定义使用规范（2020 年修订版）》）的发布以来，各大寿险公司陆续公布了旧产品的“择优赔付方案”：旧产品的赔付可以同时参考旧定义和新定义，按照对被保险人更加有利的定义赔付。“择优赔付方案”迅速提升了重疾产品的吸引力，在一定程度上提振了寿险企业的新单表现。我们预计上市寿险企业的新单低点已经过去。

表 8：寿险企业保费情况

	2019 年	2020 年	同比
中国人寿	5684	6129	8%
平安寿险	4939	4761	-4%
太保寿险	2123	2085	-2%
新华保险	1381	1595	15%
人保寿险	981	962	-2%
合计	15108	15532	3%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

鉴于 2020 年 9 月实施的车险综合改革(《关于实施车险综合改革的指导意见》)的影响,车险业务可能将会继续呈现保费降低和赔付增加等特征。我们预计车险业务的发展可能继续承压,而非车险业务将继续维持增长态势。

**表 9: 财险业务保费情况**

	2019 年	2020 年	同比
人保财险	4316	4320	0%
平安产险	2709	2858	6%
太保产险	1336	1481	11%
合计	8361	8659	4%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理(单位:亿元)

**表 10: 保险投资标的评级及盈利预测**

代码	公司	评级	收盘价 (元)	EPS/EV		PE/PEV	
				2020E	2021E	2020E	2021E
601318	中国平安	买入	85.20	75	86	1.14	0.99
601628	中国人寿	买入	39.98	40	46	1.00	0.87
601601	中国太保	买入	39.81	49	56	0.81	0.71
601336	新华保险	买入	55.25	72	82	0.77	0.67
1299.HK	友邦保险	买入	105.20	50	57	2.12	1.84

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所预测(股价为 2021 年 1 月 20 日的收盘价)

### 风险提示

中国内地通货膨胀超出预期。

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032