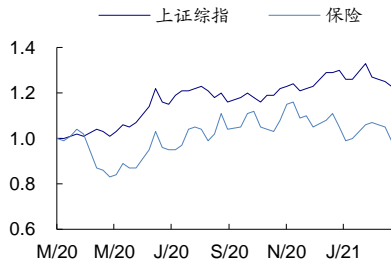


2021年03月22日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《保险行业 2021 年投资策略: 问资产, 寿险弹性几何》——2020-12-21
《保险行业 2020 年中期投资策略: 长期增长潜力未改》——2020-06-21
《互联网保险探讨: 混沌有道》——2020-06-03
《保险行业专题: 重疾险发展迎来变革》——2020-05-29
《寿险估值体系探讨: 黄金有价(二): 主动估值》——2020-05-11

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: daidanmiao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040003

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

行业投资策略

新单复苏, 资产端改善在望

● 3月观点: 基本面稳健复苏, 资产端回报率有望提升

维持行业“超配”评级。2020年重点公司业绩预告基本披露, 部分公司已经披露完整业绩, 总体表现基本在预期之中。2021年1季度, 我们预计行业将在低基数的基础上, 呈现高增长态势, 尤其是1月重疾定义切换, 各公司执行“择优赔付”政策, 更有利于行业的增长态势。所以, 整体而言, 寿险行业的负债端基本面无碍。接下来, 对于股价, 我们主要关注资产端基本面: 我们认为国内十年期国债利率之后会持续走强, 寿险企业资产端的回报率有望提升。

观点如下: (1) 中国经济将持续复苏, 中国1-2月全国规模以上工业增加值两年平均增速为8.1%, 是近年来同期较高水平, 主要经济指标增势平稳, 整体延续复苏态势; (2) 在长端利率方面, 前两个月因为疫情原因、节日原因以及永煤违约事件的影响, 国内长端利率出现一定波折, 我们预计随着这些因素的结束, 国内长端利率会持续提升, 再叠加美国通胀预期抬头, 美国长端利率持续上行, 但其实际利率是在0以下, 未来随着美国经济复苏确定, 有助于中国长端利率进一步上行。

● 业绩前瞻: 2020年符合预期, 2021年财务业绩有望超出预期

在2020年, 受疫情冲击, 各寿险企业在新单保费方面受到冲击, 同时资产端在上半年受到冲击, 而至下半年, 资本市场逐步修复, 驱动资产端改善。在此背景下, 各寿险企业在2020年的业绩分化不大。在2021年, 随着疫情影响的逐步消退, 以及十年期国债的逐步上行, 寿险企业的财务业绩有望超出预期。

● 行业保费: 1月人身险稳步复苏, 财产险分化

人身险行业的一月保费同比稳步提升: 寿险和健康险的增速皆高于2020年。财产险保费环比提升明显, 同比提升收窄, 其中健康险等维持高速增长, 车险继续下滑。

● 公司保费: 2月寿险有一定分化, 平安和太保新单靓丽

寿险业务2月同比增速: 新华保险(6.84%)>中国太保(6.06%)>中国人寿(1.74%)>中国平安(0.87%)。考虑到在2020年, 中国人寿和新华保险的新单表现靓丽, 其续期保费在2021年的贡献较大, 所以参考续期保费的贡献, 中国太保和中国平安在2月的新单表现应当靓丽。

● 风险提示

国内持续降低GDP预期目标, 压制10年期国债利率。

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	代码	名称
601318	中国平安	买入	79.64	73	84	1.10	0.95
601628	中国人寿	买入	31.08	40	46	0.78	0.68
601601	中国太保	买入	38.55	49	56	0.79	0.69
601336	新华保险	买入	49.03	72	82	0.68	0.60
1299.HK	友邦保险	买入	97.70	47	54	2.08	1.82

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

基本面稳定复苏，短期关注 10 年期国债利率

表 1：2020 年 3 月投资策略和业绩前瞻

投资策略	维持板块“超配”评级。(1)中国经济将持续复苏，中国 1-2 月全国规模以上工业增加值两年平均增速为 8.1%，是近年来同期较高水平，主要经济指标增势平稳，整体延续复苏态势；(2)在长端利率方面，前两个月因为疫情原因、节日原因以及永煤违约事件的影响，国内长端利率出现一定波折，我们预计随着这些因素的结束，国内长端利率会持续提升，再叠加美国通胀预期抬头，美国长端利率持续上行，但其实际利率是在 0 以下，未来随着美国经济复苏确定，有助于中国长端利率进一步上行。
投资逻辑	寿险业务主要赚的是利差，而负债端的成本基本固定，所以最需要关注就是资产端回报率的预期变化。对于资产端回报率的预期，最直观的因素就是长端利率（或 10 年期国债利率），最本质的预期就是宏观经济预期。
重点关注因素	国内宏观经济预期能否企稳向上，驱动 10 年期国债利率再次持续上行：(1)美国已经通过 1.9 万亿美元刺激计划，接下来或将推进大型基建刺激计划，在此基础上，投资者对美国复苏预期抬头，而美国经济的复苏或将有助于中国经济的进一步走强；(2)在长端利率方面，美国通胀预期抬头，趋势 10 年期国债利率持续上行，致使资本市场动荡，但其实际利率是在 0 以下，而国内通货膨胀风险还未抬升，所以美国与中国 10 年期国债利率在 1 季度的不同走势有其特殊性，未来随着美国经济复苏确定，有助于中国长端利率上行。
风险因素	国内持续降低 GDP 预期目标，压制 10 年期国债利率。

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

年报业绩前瞻：2020 年分化不大，2021 年复苏在望

在 2020 年，受疫情冲击，各寿险企业在新单保费方面受到冲击，同时资产端在上半年受到冲击，而至下半年，资本市场逐步修复，驱动资产端改善。在此背景下，各寿险企业在 2020 年的业绩分化不大。在 2021 年，随着疫情影响的逐步消退，以及十年期国债的逐步上行，寿险企业的业绩复苏在望。

表 2：2020 年年报业绩前瞻

	收入前瞻		同比%		净利润前瞻		同比%		说明
	20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E	
中国人寿	803,565	890,044	7.8%	10.8%	52,458	63,475	-10.0%	21.0%	今年长期国债利率可能超出预期，影响长期准备金计提，寿险利润可能超出预期
中国太保	419,566	467,107	8.8%	11.3%	24,594	29,887	-11.3%	21.5%	
新华保险	228,573	260,011	30.9%	13.8%	16,002	21,693	9.9%	35.6%	
众安在线	17,362	21,115	14.8%	21.6%	517	797		54.2%	
中国平安	1,218,315	1,365,731	4.2%	12.1%	143,099	181,736	-4.2%	27.0%	
友邦保险	50,359	53,204	6.6%	5.6%	5,779	7,014	-13.1%	21.4%	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（友邦保险单位：百万美元；其余单位：百万元人民币；中国平安和友邦保险已经披露 2020 年业绩）

行业跟踪：12-1 月保费跟踪

人身险行业保费同比稳步提升，健康险赔付提升幅度较大

人身险行业的一月保费同比稳步提升：寿险保费达到 7481 亿元，同比提升 13.49%，高于 2020 年的 7.33%；健康险达到 971 亿元，同比提升 28.43%，高于 2020 年的。

表 3：人身险行业 1 月保费

	2020 年 1 月	2020 年 2 月	2020 年 3 月	2020 年 4 月	2020 年 5 月	2021 年 1 月
原保险保费收入	7503	2038	3553	2016	2075	8515
环比	314.77%	-72.84%	74.31%	-43.25%	2.90%	328.75%
同比	7.33%	-16.30%	3.30%	19.23%	15.71%	13.49%
其中：寿险	6687	1517	2594	1385	1452	7481
环比	406.56%	-77.31%	70.98%	-46.62%	4.84%	409.23%
同比	6.61%	-23.72%	-0.30%	21.27%	16.43%	11.88%
意外险	61	38	75	56	53	63

环比	37.84%	-37.36%	97.21%	-25.12%	-5.95%	57.66%
同比	-9.48%	-7.34%	-8.63%	-3.28%	-5.79%	3.87%
健康险	756	483	884	575	570	971
环比	69.50%	-36.11%	82.95%	-34.90%	-0.88%	103.56%
同比	15.94%	19.25%	17.03%	17.38%	16.11%	28.43%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: 亿元)

人身险行业的一月赔付同比提升幅度较大: 寿险赔付 1 月同比增速达到 6.2%, 高于 2020 年 1 月的-9.6%, 健康险赔付 1 月同比增速达到 66.6%, 远高于去年的 1%, 显示以往中小寿险企业销售的保单条款以及核保流程或过于宽松。

表 4: 人身险行业 1 月保费

	2020 年 1 月	2020 年 2 月	2020 年 3 月	2020 年 4 月	2021 年 1 月
人身险	722.86	400.15	647.16	506.62	902.57
环比	32.63%	-44.64%	61.73%	-21.72%	35.65%
同比	-7.09%	-24.21%	10.63%	12.08%	24.86%
(1) 寿险	473.90	284.79	405.84	266.39	503.37
环比	104.27%	-39.91%	42.51%	-34.36%	107.43%
同比	-9.56%	-27.72%	2.23%	4.06%	6.22%
(2) 健康险	220.80	105.67	214.82	213.46	367.86
环比	-21.70%	-52.14%	103.29%	-0.63%	-5.67%
同比	-0.99%	-9.68%	30.99%	24.10%	66.60%
(3) 人身意外伤害险	28.16	9.69	26.50	26.77	31.34
环比	-9.16%	-65.59%	173.48%	1.02%	-4.13%
同比	-9.16%	-43.00%	10.42%	11.54%	11.29%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: 亿元)

财险行业: 保费环比提升明显, 同比提升收窄。其中, 1 月健康险继续保持较高增速, 达到 235 亿元, 同比达到 26.75%, 略低于去年 1 月 27.08%; 车险继续下滑, 达到 741 亿元, 同比达到-12.82%, 低于去年 1 月的 1.56%; 同时, 其余保费收入大于 100 亿的险种中, 企业财产险和责任保险同比增速靓丽, 同比增速大于 20%。

表 5: 财险行业 1 月保费

	2020 年 1 月	2020 年 2 月	2020 年 3 月	2020 年 4 月	2020 年 5 月	2021 年 1 月
原保险保费收入	1577	649	1375	1175	1103	1579
环比	29.94%	-58.86%	111.86%	-14.55%	-6.15%	44.67%
同比	4.61%	-7.95%	10.53%	12.22%	10.16%	0.07%
其中: 企业财产保险	90	24	58	49	34	109
环比	311.00%	-73.19%	141.13%	-16.65%	-30.48%	353.63%
同比	-3.81%	-19.20%	19.29%	28.21%	9.26%	20.31%
家庭财产保险	14	5	10	7	7	14
环比	133.17%	-64.47%	102.01%	-27.99%	1.66%	133.39%
同比	7.62%	-0.60%	-8.73%	3.29%	-8.12%	2.93%
机动车辆保险	850	367	723	728	718	741
环比	-2.85%	-56.87%	97.17%	0.79%	-1.39%	-3.13%
同比	1.56%	-18.54%	2.23%	10.21%	8.67%	-12.82%
工程保险	21	5	17	11	11	21
环比	197.86%	-76.98%	246.25%	-35.62%	2.90%	200.44%
同比	15.83%	-31.43%	-7.67%	7.00%	57.29%	-1.01%
责任保险	108	35	98	79	69	135
环比	124.92%	-67.17%	175.51%	-18.76%	-12.53%	99.11%
同比	5.84%	-6.74%	12.23%	27.94%	19.62%	24.94%
保证保险	124	16	59	59	51	90
环比	117.68%	-87.35%	276.74%	-0.85%	-13.19%	197.42%
同比	14.89%	-31.78%	0.19%	4.66%	-10.74%	-27.44%
农业保险	65	31	92	79	71	89
环比	61.40%	-52.51%	200.03%	-14.56%	-9.94%	126.51%
同比	-3.64%	13.56%	50.80%	24.76%	22.05%	37.92%
健康险	186	118	215	77	64	235

环比	237.35%	-36.44%	82.16%	-64.04%	-17.76%	333.59%
同比	27.08%	96.55%	39.49%	10.34%	51.24%	26.75%
意外险	56	21	44	43	42	66
环比	47.39%	-62.63%	112.37%	-2.90%	-1.69%	40.15%
同比	-3.43%	-32.48%	-20.63%	5.27%	1.02%	17.10%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: 亿元)

公司跟踪: 2月保费龙头公司有一定分化

寿险业务 2 月同比增速: 新华保险 (6.84%) > 中国太保 (6.06%) > 中国人寿 (1.74%) > 中国平安 (0.87%)。考虑到在 2020 年, 中国人寿和新华保险的新单表现靓丽, 其续期保费在 2021 年的贡献较大, 所以参考续期保费的贡献, 中国太保和中国平安在 2 月的表现应当非常靓丽。

根据中国平安的披露数据, 其新单保费在 1 月-2 月同比增长分别为 31% 和 24%, 同比 2019 年的增速分别为 12% 和 -12%, 因为 2 月相对 1 月而言是淡季, 2 月的增速仍属稳健。

表 6: 各公司 2 月保费情况

		2019 年 12 月	2020 年 1 月	2020 年 2 月	2020 年 3 月	2020 年 12 月	2021 年 1 月	2021 年 2 月
中国平安	财险	27,301.92	34,902.08	12,717.97	24,968.59	23,405.16	30,298.73	12,533.10
	环比	10.75%	27.84%	-63.56%	96.33%	7.43%	29.45%	-58.63%
	同比	11.48%	7.24%	-7.92%	9.21%	-14.27%	-13.19%	-1.45%
中国平安	寿险	44,295.03	106,578.92	33,269.63	42,770.02	43,783.30	102,717.69	33,564.51
	环比	52.82%	140.61%	-68.78%	28.56%	53.98%	134.60%	-67.32%
	同比	30.73%	-13.53%	-8.65%	-2.39%	-1.16%	-3.62%	0.88%
中国太保	财险	12,970.00	17,664.00	6,526.00	14,489.00	12,069.00	18,648.00	8,115.00
	环比	17.80%	36.19%	-63.05%	122.02%	9.57%	54.51%	-56.48%
	同比	10.82%	14.83%	-10.82%	16.41%	-6.95%	5.57%	24.35%
中国太保	寿险	5,750.00	51,953.00	14,780.00	25,107.00	5,860.00	56,522.00	15,676.00
	环比	-38.25%	803.53%	-71.55%	69.87%	-34.76%	-72.89%	-72.27%
	同比	-97.14%	0.60%	-2.44%	-3.65%	1.91%	8.79%	6.06%
中国人寿	寿险	27,100.00	193,500.00	34,500.00	79,800.00	26,700.00	218,900.00	35,100.00
	环比	29.67%	614.02%	-82.17%	131.30%	31.53%	719.85%	-83.97%
	同比	13.39%	22.62%	9.87%	-4.09%	-1.48%	13.13%	1.74%
新华保险	寿险	7,946.56	30,704.72	8,855.42	18,685.36	6,940.33	34,630.14	9,461.07
	环比	-32.87%	286.39%	-71.16%	111.00%	-6.43%	398.97%	-72.68%
	同比	28.92%	54.07%	18.05%	18.73%	-12.66%	12.78%	6.84%
中国太平	财险	2,409.20	2,921.52	1,510.37	2,153.36	2,544.40	3,085.22	1,445.16
	环比	-3.44%	21.27%	-48.30%	42.57%	15.12%	21.26%	-53.16%
	同比	5.76%	9.81%	5.31%	-9.04%	5.61%	5.60%	-4.32%
中国太平	寿险	8,519.86	36,226.35	6,558.67	15,069.22	8,781.92	37,961.70	6,980.43
	环比	19.44%	325.20%	-81.90%	129.76%	6.45%	332.27%	-81.61%
	同比	18.63%	-9.48%	-2.20%	0.97%	3.08%	4.79%	6.43%
中国财险	财险	37,257.00	52,507.00	22,514.00	52,622.00	33,103.00	53,112.00	27,626.00
	环比	12.43%	40.93%	-57.12%	133.73%	15.86%	60.44%	-47.99%
	同比	3.47%	-3.33%	-6.79%	11.98%	-11.15%	1.15%	22.71%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: 亿元)

2 月财险业务保费: 太保产险 (24.35%) > 中国财险 (22.71%) > 平安财险 (-1.45%)。其中, 车险方面, 受 2020 年 2 月低基数影响, 中国财险 (5.7%) > 平安财险 (0.7%), 后续走势有待观察, 而健康险方面, 中国财险 (44.6%) > 平安财险 (16.9%), 短期健康险持续高增长。

投资建议

维持板块“超配”评级。2020年重点公司业绩预告基本披露，部分公司已经披露完整业绩，总体表现基本在预期之中。2021年Q1，我们预计行业将在低基数的基础上，呈现高增长态势，尤其是1月重疾定义切换，各公司执行“择优赔付”政策，更有利于行业的增长态势。所以，整体而言，寿险行业的负债端基本面无碍。接下来，对于股价，我们主要关注资产端基本面：我们认为国内十年期国债利率之后会进一步走强。

风险提示

国内持续降低GDP预期目标，压制10年期国债利率。

附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司	评级	收盘价 (元/港元)	EPS/EV		PE/PEV	
				2020E	2021E	2020E	2021E
601318	中国平安	买入	79.64	73	84	1.10	0.95
601628	中国人寿	买入	31.08	40	46	0.78	0.68
601601	中国太保	买入	38.55	49	56	0.79	0.69
601336	新华保险	买入	49.03	72	82	0.68	0.60
1299.HK	友邦保险	买入	97.70	47	54	2.08	1.82

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

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