

# 保险

## 2020 年报综述：负债表现有所分化 投资向好财险触底

净利润整体有所压力，剩余边际及内含价值稳定增长。**1) 净利润层面**，2020 年全年国寿、平安、太保、新华及人保归母净利润同比分别-13.8%、-4.2%、-11.4%、-1.8%、-10.4%，受税收政策及准备金增提等影响，净利润整体承压，但单季度呈持续改善态势，且税前利润正增长。**2) 剩余边际方面**，除人保外，其余寿险公司剩余边际增速在 4.5%-9%之间，仍维持稳定增长但增速下滑趋势明显。**3) 内含价值方面**，全年国寿、平安、太保、新华增幅分别为 13.7%、10.6%、16.0%、17.3%，仍实现双位数增长，主要为投资收益率优于假设，投资回报差异普遍的正向贡献。

**负债表现有所分化，代理人数量整体承压：1) NBV 方面**，全年国寿、平安、太保、新华 NBV 分别同比-0.6%、-34.7%、-27.5%、-6.1%，全部为负增长，其中平安、太保承压更为明显；**2) Margin 方面**，由于疫情影响各家公司在上半年加大短险产品销售，同时长期保障型产品销售略不及预期，此外部分公司银保规模快速增长，使得整体 Margin 有所下降，国寿、平安、太保、新华总 Margin 分别为 30.1%、33.3%、38.9%、19.7%，分别同比-2.3pt、-14.0pt、-4.4pt、-10.6pt。**3) 代理人层面看**，2020 年底国寿、平安、太保、新华代理人数量分别为 137.8、102.4、74.9、60.6 万人，分别同比-14.6%、-12.3%、-5.2%、+19.5%，主动脱落和清退人力增加、增员难度加大，代理人数量整体承压，新华在人力先大后强战略下实现逆势增长。除国寿代理人质量实现提升以外，其余公司人均新单及 NBV 产能均同比下滑。

**投资收益明显增长，基本实现 5.5%投资收益率**：2020 年长端利率持续回升，权益市场表现整体向好，各公司也加大对股票等权益类资产配置比例，而非标占比延续小幅下滑态势。由于去年利率环境承压以及部分非标资产到期，各家净投资收益率均有不同程度的下降；受益于权益市场向好的行情，国寿、平安、太保、新华及人保全年总投资收益率分别为 5.3%、6.2%、5.9%、5.5%、5.8%，YoY+0.07pt、-0.7pt、+0.5pt、+0.6pt、+0.4pt，整体呈现增长态势，各家投资收益率均超过精算假设。

**财险业务表现好于预期，费改下车险业务触底**：财险总保费增速有所分化，信保业务及车险对总保费有所拖累，但太保财险仍实现 11.1%的总保费增速。各家财险业务均实现承保盈利，且呈现赔付率上升费用率下降趋势，车险综合成本率基本持平，费改下业务触底，随着下半年改革满一年低基数的体现，车险保费有望恢复稳步增长。

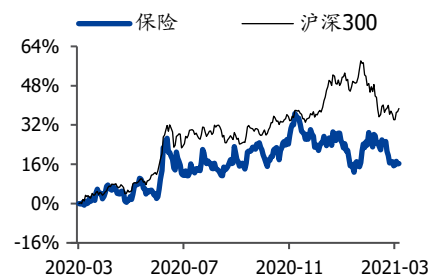
**一季报展望：盈利稳步增长，新单显著改善**：由于今年整体负债表现相对改善，同时虽然权益市场承压，但去年同期因疫情导致权益资产下跌明显，预计投资收益仍能够维持稳定增长，预计上市险企 Q1 营收实现 6-12%的增长，净利润实现 12-15%增长，国寿、平安、太保个险新单保费增速分别为-14%、+36%、+48%，NBV 增速分别为-18%、+18%、+2%，整体较 20Q1 出现较为明显改善。

**投资建议**：2020 年行业整体承压明显，价值增速整体负增长，利率环境承压，但权益市场带动投资收益率上行。展望 2021 年，低基数下上市险企整体价值增速明显改善，但长期保障产品销售仍有一定压力，我们预计二季度以后产品销售状况将会逐步好转，新单趋势将有所改善，后期持续关注产品销售改善情况。个股层面，建议关注估值底部、新单和价值增速相对领先的中国平安以及新管理层到位、市场化机制改革的中国太保。

**风险提示**：长期保障型产品销售不及预期风险；长端利率持续下行风险；行业竞争加剧风险。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 马婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com

分析师 赵耀

执业证书编号：S0680519090002

邮箱：zhaoyao@gszq.com

### 相关研究

- 1、《保险：行业1月月报-寿险保费增速回暖 产险保费明显承压》2021-03-08
- 2、《保险：板块配置时机已到 兼具短期与中期逻辑》2021-02-28
- 3、《保险：行业景气度明显改善 寿险新单实现高速增长》2021-02-23



## 内容目录

一、净利润整体有所压力，剩余边际及内含价值稳定增长	4
1.1 净利润整体仍负增长，但季度趋势持续改善	4
1.2 剩余边际增速放缓，内含价值实现 10%以上增速	5
二、负债表现有所分化，代理人数量整体承压	7
2.1 总保费、新单及 NBV 表现均呈现分化态势	7
2.2 价值率及保单继续率均呈下降态势	9
2.3 新华代理人数量实现增长，国寿代理人质量有所提升	10
三、投资收益明显增长，基本实现 5.5%投资收益率	11
3.1 利率底部回升，权益市场整体向好	11
3.2 权益资产明显增配，非标资产占比小幅下滑	11
3.3 投资收益明显增长，总投资收益率基本达 5.5%以上	12
四、财险业务表现好于预期，费改下车险业务触底	13
4.1 车险及信保业务拖累总保费，非车业务占比提升	13
4.2 承保维持盈利，费改影响下车险业务触底	14
五、一季报展望：盈利稳步增长，新单显著改善	14
六、投资建议	15
风险提示	15

## 图表目录

图表 1: 2020 年上市险企整体净利润负增长 (亿元)	4
图表 2: 2020 年上市险企税前利润及同比情况 (亿元)	5
图表 3: 上市险企单季度净利润及同比增速情况 (亿元)	5
图表 4: 十年期国债 750 日移动平均曲线季度变动情况	5
图表 5: 上市险企准备金增提规模 (亿元)	5
图表 6: 2020 年上市险企剩余边际及同比增速情况 (亿元)	6
图表 7: 2020 年上市险企 EV 及同比增速情况 (亿元)	6
图表 8: 2020 年上市险企 EV 增速细项拆分情况 (百万元)	7
图表 9: 2020 年上市险企寿险总保费收入及增速情况 (亿元)	7
图表 10: 上市险企总新单保费及同比情况 (亿元)	7
图表 11: 上市险企总新单保费及同比情况 (亿元)	8
图表 12: 上市险企个险期缴新单及同比情况 (亿元)	8
图表 13: 上市险企 NBV 及同比情况 (亿元)	8
图表 14: 上市险企 2020H2 NBV 及同比情况 (亿元)	8
图表 15: 上市险企历年 NBV Margin 情况	9
图表 16: 中国平安不同险种 NBV Margin 情况	9
图表 17: 上市险企 13 个月保单继续率情况	9
图表 18: 上市险企 25 个月保单继续率情况	9
图表 19: 上市险企代理人数量及同比情况 (万人)	10
图表 20: 上市险企代理人人均月新单保费及同比 (元)	10
图表 21: 上市险企代理人人均月 NBV 及同比 (元)	10
图表 22: 十年期国债到期收益率情况 (%)	11
图表 23: 权益市场指数走势情况	11

图表 24: 上市险企股票资产配置情况.....	12
图表 25: 上市险企股票+权益基金配置情况.....	12
图表 26: 上市险企债券资产配置情况.....	12
图表 27: 上市险企非标资产配置情况.....	12
图表 28: 上市险企净投资收益率情况.....	13
图表 29: 上市险企总投资收益率情况.....	13
图表 30: 上市险企财险业务总保费收入及增速情况 (亿元).....	13
图表 31: 上市险企财险业务非车险保费及占比情况 (亿元).....	13
图表 32: 上市险企财险业务综合成本率情况.....	14
图表 33: 上市险企财险业务赔付率和费用率情况.....	14
图表 34: 2021Q1 上市险企核心指标预期情况 (亿元).....	15

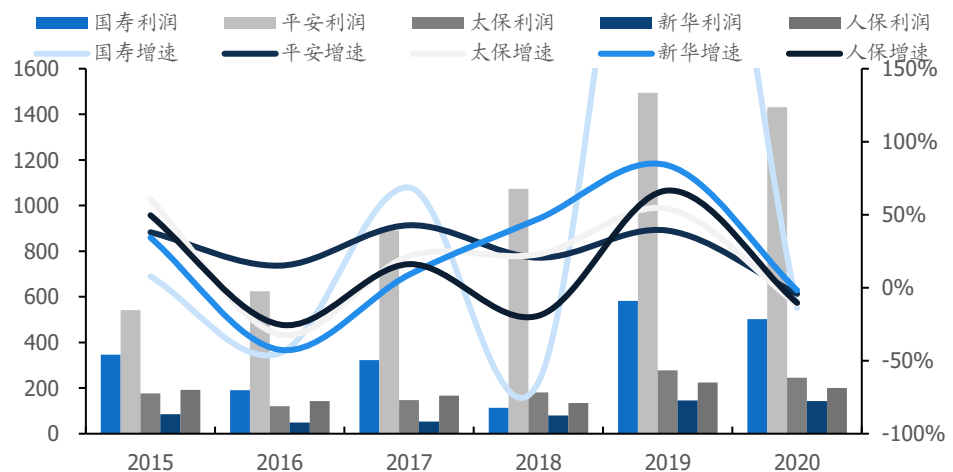
## 一、净利润整体有所压力，剩余边际及内含价值稳定增长

### 1.1 净利润整体仍负增长，但季度趋势持续改善

受税收政策及准备金增提等影响，净利润整体承压，但单季度呈持续改善态势，且税前利润正增长：2020年全年国寿、平安、太保、新华及人保归母净利润分别为502.68亿元、1433.90亿元、245.84亿元、142.94亿元、200.69亿元，同比分别-13.8%、-4.2%、-11.4%、-1.8%、-10.4%，主要原因一方面准备金增提明显，另一方面去年同期手续费及佣金政策调整，税收返还使得净利润基数较高。但利润层面：

1) 税前利润整体仍然实现正增长：如剔除所得税影响看税前利润，则国寿、平安、太保、新华及人保同比增速分别为-8.9%、1.6%、4.5%、17.2%、6.3%，整体实现正增长。

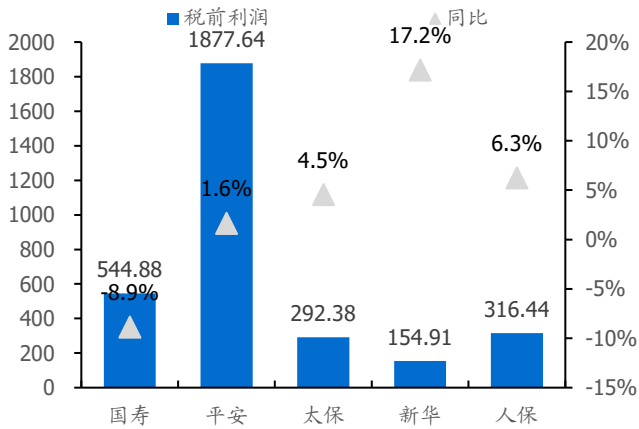
图表 1: 2020 年上市险企整体净利润负增长 (亿元)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：国寿 2019 年净利润同比增速为 411.5%；

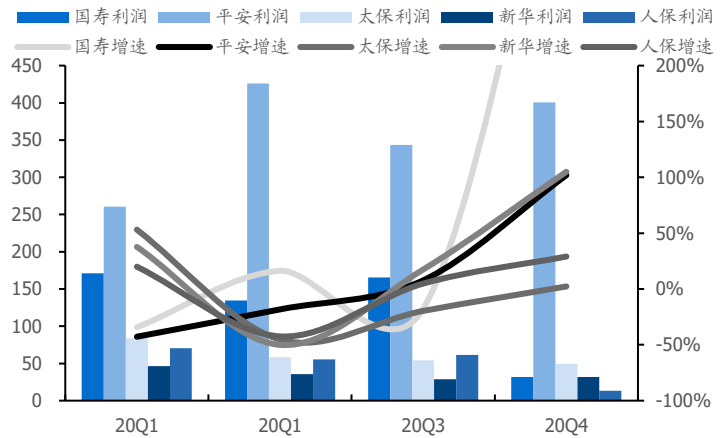
2) 单季度利润呈现不断改善态势：如以单季度净利润情况看，2020 年呈现不断改善态势，尤其 Q4 准备金负面影响减弱、权益市场向好背景下单季度投资收益大幅正增长，单季度国寿、平安、太保、新华及人保净利润同比增速分别为 445.3%、101.9%、2.3%、104.9%、29.0%，均实现单季度净利润正增长。

图表 2: 2020 年上市险企税前利润及同比情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

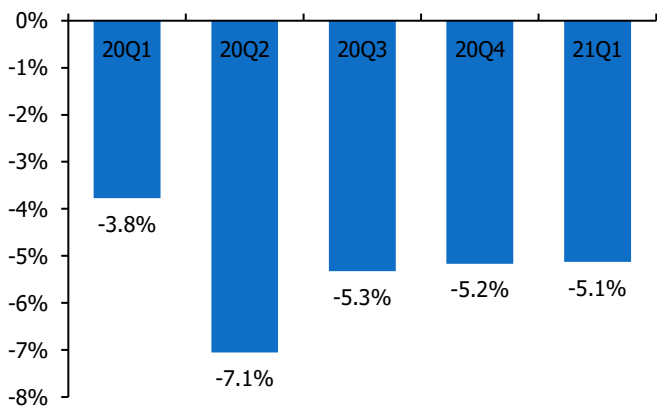
图表 3: 上市险企单季度净利润及同比增速情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 国寿 Q4 单季度净利润增速 445.3%

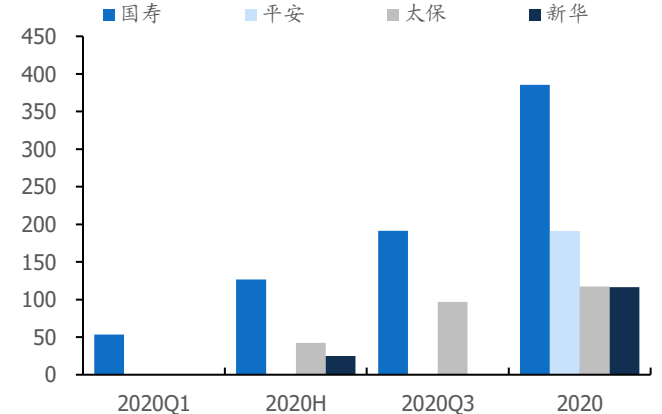
**3) 准备金增提影响将逐步减弱:** 2020 年由于 10 年期国债 750 日移动平均曲线持续下行, 各家公司均有大幅增提准备金、侵蚀利润的压力, 全年国寿、平安、太保、新华分别增提寿险及长期健康险责任准备金 385.43 亿元、191.41 亿元、117.33 亿元、116.44 亿元, 对利润形成显著压制。但当前随着整体利率相对企稳, 折现率下降最陡峭阶段已过去, 预计今年准备金整体增提规模将持续下降。

图表 4: 十年期国债 750 日移动平均曲线季度变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 上市险企准备金增提规模 (亿元)

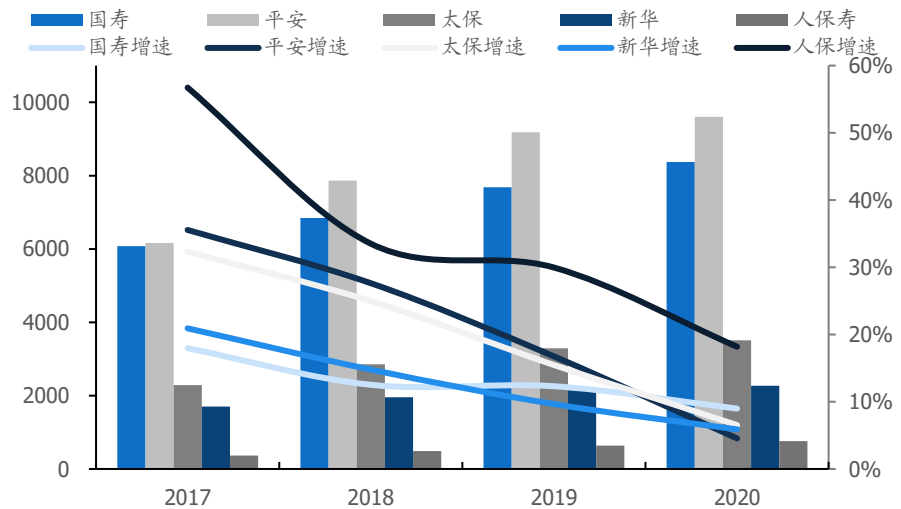


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 1.2 剩余边际增速放缓, 内含价值实现 10% 以上增速

**全年剩余边际稳定增长, 但增速较前几年明显下滑:** 全年上市险企国寿、平安寿、太保寿、新华及人保寿剩余边际余额分别为 8372.93 亿元、9601.83 亿元、3510.77 亿元、2271.61 亿元、757.60 亿元, 同比分别+9.0%、+4.5%、+6.5%、+5.9%、+18.2%, 仍实现稳定正增长, 但由于近年上市险企整体 NBV 增速的持续下滑以及 2020 年除人保寿以外全面负增长, 剩余边际增速下滑趋势明显。

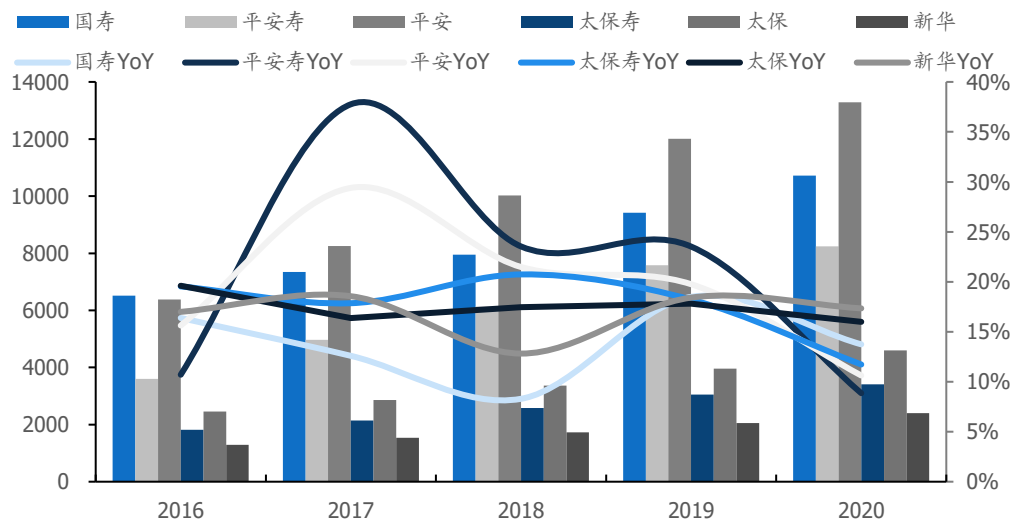
图表6: 2020年上市险企剩余边际及同比增速情况(亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

投资收益超过假设拉升 EV 增速, 全年上市险企维持双位数增长: 2020 年底国寿、平安、太保、新华 EV 分别为 10715.55 亿元、13281.12 亿元、4593.20 亿元、2406.04 亿元, 全年增速分别为 13.7%、10.6%、16.0%、17.3%, 仍实现双位数增长, 其中由于上市险企整体投资收益率优于假设, 投资回报差异普遍的正向贡献, 分别拉动 EV 增长 2.6pt、0.8pt、1.6pt、4.3pt, 此外太保由于 GDR 发行募资, 对 EV 有额外约 3.2pt 的拉动。

图表7: 2020年上市险企EV及同比增速情况(亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表8: 2020年上市险企EV增速细项拆分情况(百万元)

	国寿		平安寿		平安		太保寿		太保		新华	
2020年初EV	942,087		757,490		1,200,534		305,522		395,987		205,044	
EV预期回报	75,991	8.1%	66,121	8.7%	66,121	5.5%	27,753	9.1%	27,753	7.0%	18,074	8.8%
NBV	58,373	6.2%	49,575	6.5%	49,575	4.1%	17,841	5.8%	17,841	4.5%	9,182	4.5%
分散效应	-	-	7,995	1.1%	7,995	0.7%	2,536	0.8%	2,536	0.6%	-	-
评估方法、模型和假设变化	950	0.1%	-2,990	-0.4%	-2,990	-0.2%	-881	-0.3%	-881	-0.2%	-4,844	-2.4%
运营经验差异	567	0.1%	-11,125	-1.5%	-11,125	-0.9%	-679	-0.2%	-679	-0.2%	3,847	1.9%
投资回报差异	24,024	2.6%	9,994	1.2%	9,994	0.8%	6,530	2.1%	6,530	1.6%	8,841	4.3%
市场价值和其他调整	-1,293	-0.1%	-1,692	0.1%	2,876	0.2%	-245	-0.1%	-402	-0.1%		
股东红利分配	-28,626	-3.0%	-49,511	-7.6%	-38,241	-3.2%	-16,840	-5.5%	-10,874	-2.7%	-4,399	-2.1%
其他业务当年利润	-	-	-	-	48,081	4.0%	-	-	-	-	-	-
其他	-518	-0.1%	-1,283	0.0%	-4,708	-0.4%	-186	-0.1%	21,511	5.4%	4,860	2.4%
2020E EV	1,071,555	13.7%	824,574	8.2%	1,328,112	10.6%	341,351	11.7%	459,320	16.0%	240,604	17.3%

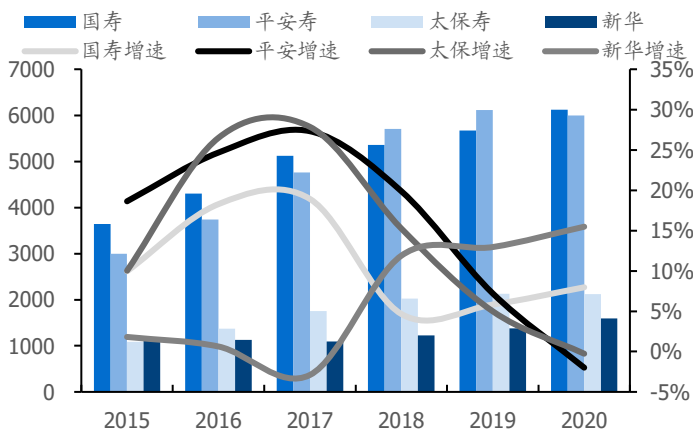
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 太保其他业务当年利润及其他两项合并计入其他中;

## 二、负债表现有所分化, 代理人数量整体承压

### 2.1 总保费、新单及NBV表现均呈现分化态势

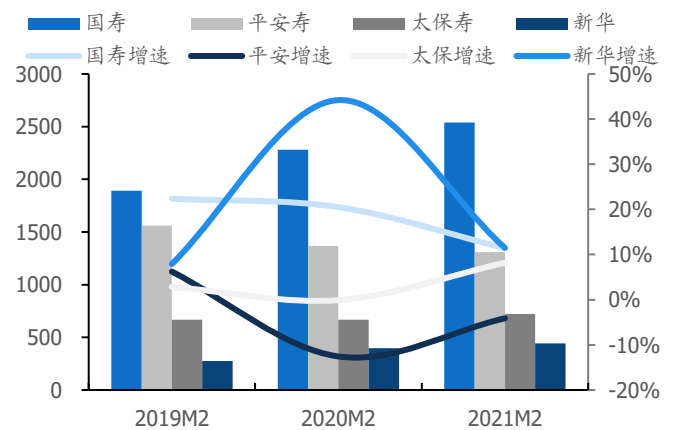
**平安寿、太保寿总保费增速负增长:** 2020年全年上市险企国寿、平安寿、太保寿及新华分别实现总保费收入 6122.65 亿元、5994.32 亿元、2119.52 亿元、1595.11 亿元, YoY+8.0%、-2.0%、-0.3%、+15.5%, 其中平安寿、太保寿总保费收入负增长, 主要为新单增速的大幅负增长以及连续低景气度之下续期保费增速的下滑, 此外部分 17、18 年的 3 年或 5 年期理财产品缴费期满, 不再贡献续期保费。而今年前两月总保费同比看, 平安寿、太保寿均较去年前两月保费增速有所回暖, 预计今年总保费趋势将会呈现改善态势。

图表9: 2020年上市险企寿险总保费收入及增速情况(亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

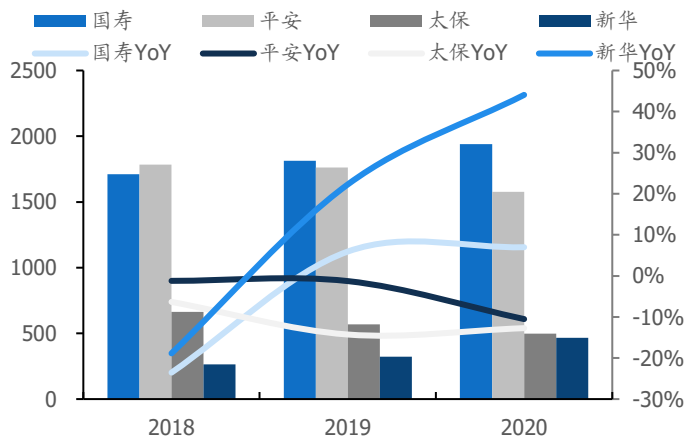
图表10: 上市险企总新单保费及同比情况(亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

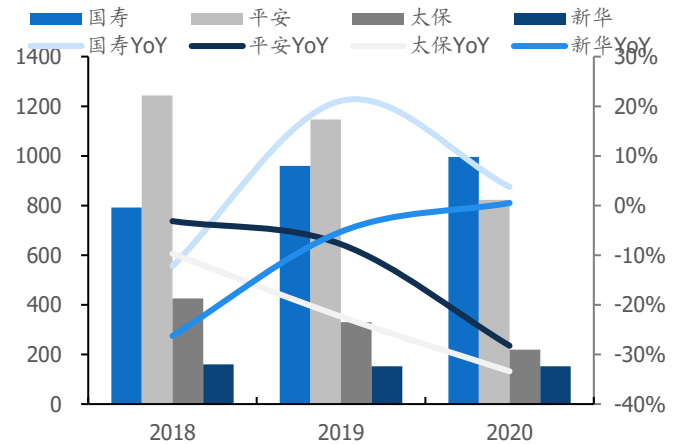
**新单保费方面，平安寿、太保寿同样明显承压：**以全口径的总新单保费情况看，国寿、平安、太保及新华分别 YoY+7.0%、-10.5%、-12.7%、+44.1%，去年疫情期间各家公司加大易于线上销售的短险以获客和维持代理人，同时新华银保渠道趸交产品投放仍有一定规模的增长；以个险期缴新单保费口径看，四家公司增速分别为+3.7%、-28.3%、-33.4%、+0.5%，疫情下行业整体承压明显。

图表 11: 上市险企总新单保费及同比情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 含团险、趸交、银保等, 不可拆分的团险、电销等均计入其中;

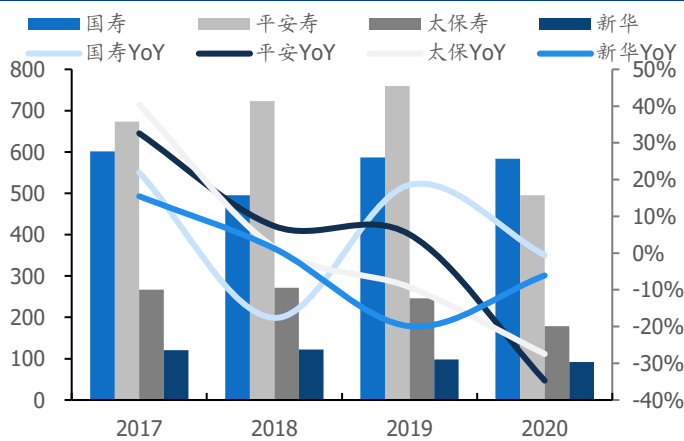
图表 12: 上市险企个险期缴新单及同比情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

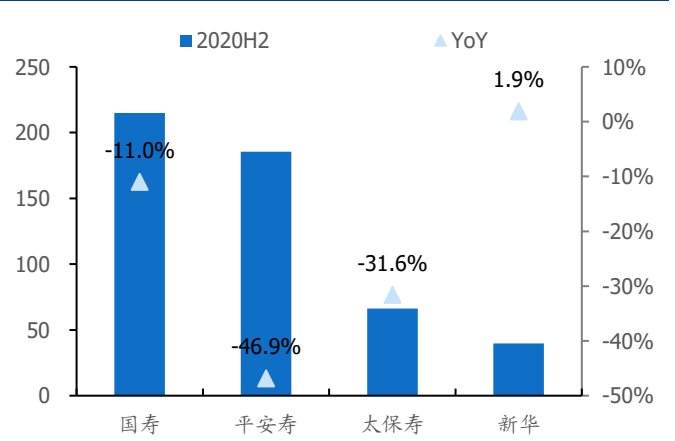
**NBV 增速触底，2021 年回升趋势明显：**2020 年全年国寿、平安、太保、新华全年实现 NBV583.73 亿元、495.75 亿元、178.41 亿元、91.82 亿元，YoY-0.6%、-34.7%、-27.5%、-6.1%，全部为负增长，其中平安、太保承压更为明显。国寿全年仍收负，但同比表现位居同业首位；新华从 Q2 起加速追赶全年业绩，同时下半年实现 NBV 转正；太保在 20M11 同样重视全年业绩收官；平安下半年业绩仍承压，20H2 实现 NBV185.44 亿元，YoY-46.9%。展望今年，虽然春节以后各家重疾险销售仍承压，但低基数+开门红的提前启动+1 月底重疾炒停超预期对全年业绩仍有支撑，预计 21 年 NBV 整体呈回升态势。

图表 13: 上市险企 NBV 及同比情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 上市险企 2020H2 NBV 及同比情况 (亿元)



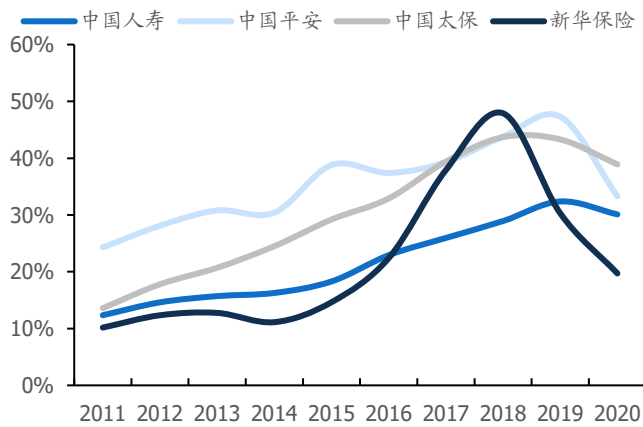
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所



## 2.2 价值率及保单继续率均呈下降态势

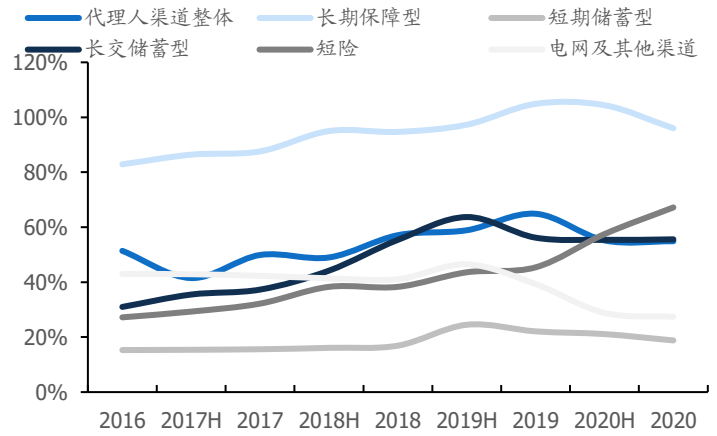
**疫情影响下险种结构变化，上市险企价值率呈不同程度下降：**由于疫情影响各家公司在上半年加大短险产品销售，同时长期保障型产品销售略不及预期，此外部分公司银保规模快速增长，使得整体 Margin 水平有所下降，国寿、平安、太保、新华总 Margin 分别为 30.1%、33.3%、38.9%、19.7%，分别同比-2.3pt、-14.0pt、-4.4pt、-10.6pt。以平安不同类型产品 Margin 看，保障型产品 Margin 同比下滑 8.9pt 至 96.0%，且该产品 NBV 占比下滑 11.7pt 至 18.0%，明显拖累总体 Margin 水平。

图表 15: 上市险企历年 NBV Margin 情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

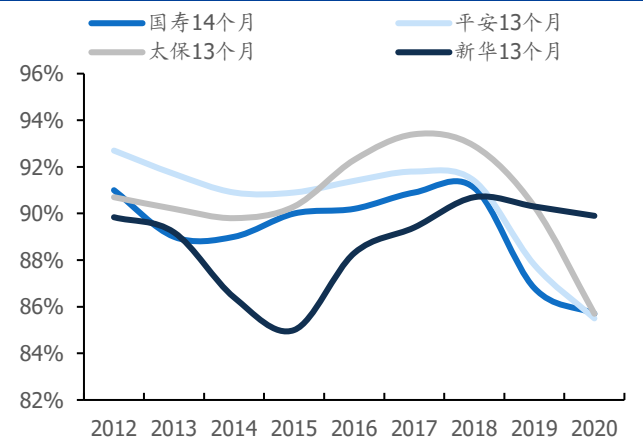
图表 16: 中国平安不同险种 NBV Margin 情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

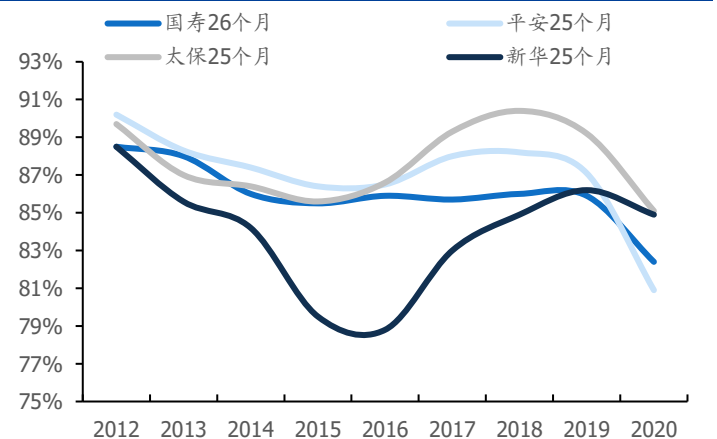
**保单继续率仍延续下滑态势：**2020 年上市险企国寿、平安、太保、新华 13 个月保单继续率分别为 85.7%、85.5%、85.7%、89.9%，分别同比-1.1pt、-2.3pt、-4.6pt、-0.4pt，25 个月保单继续率分别同比-3.5pt、-6.2pt、-4.1pt、-1.3pt，整体延续了 19 年以来下滑的态势，预计主要为疫情影响、代理人脱落、恶意退保以及行业竞争等导致。展望后期，随着代理人脱落趋势放缓、监管加强以及行业竞争格局改善，保单继续率下滑趋势预计将明显趋缓。

图表 17: 上市险企 13 个月保单继续率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 18: 上市险企 25 个月保单继续率情况

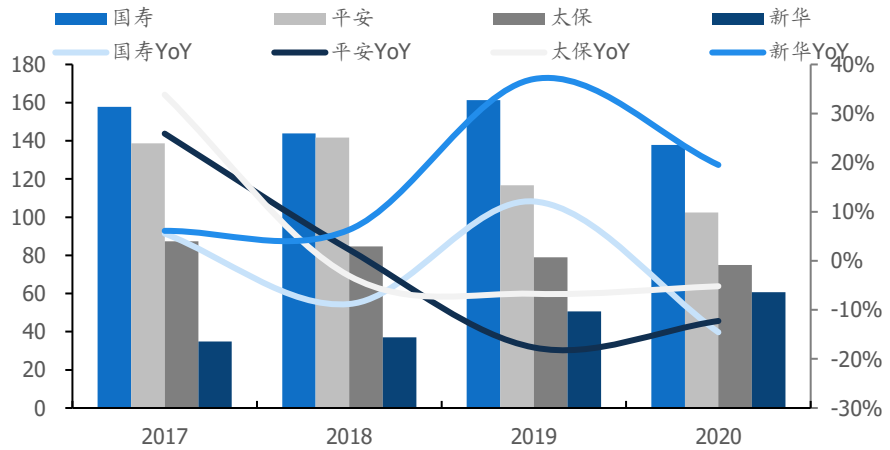


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 2.3 新华代理人数量实现增长，国寿代理人质量有所提升

**新华全年代理人数量实现逆势增长：**2020年底国寿、平安、太保、新华代理人数量分别为137.8万人、102.4万人、74.9万人、60.6万人，分别同比-14.6%、-12.3%、-5.2%、+19.5%，整体代理人数量承压，一方面因为疫情下代理人活动率下降，主动清退人数增加；另一方面增员难度逐步加大。新华在人力先大后强的战略推动下，实现代理人数量的逆势增长，当前预计已基本稳定在60万人平台之上。

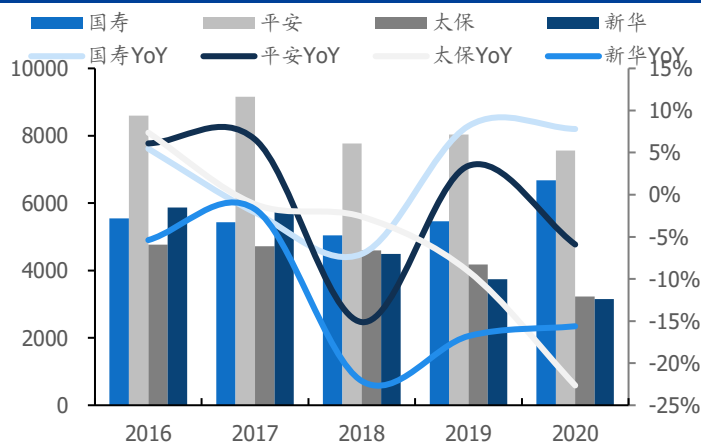
图表 19：上市险企代理人数量及同比情况（万人）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：太保为月均人力数量；

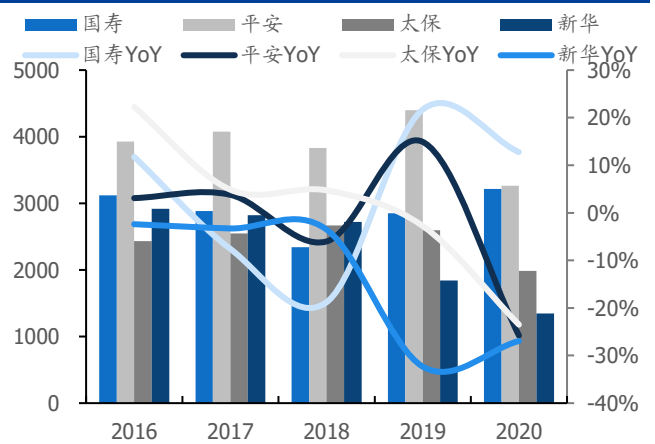
**代理人产能整体有所下降，国寿代理人质量持续提升：**由于受到疫情影响，上市险企代理人产能整体下降，国寿、平安、太保、新华人均月新单保费分别为6674元、7563元、3230元、3155元，YoY+7.8%、-5.9%、-22.7%、-15.6%，月人均NBV分别为3213元、3265元、1985元、1346元，YoY+12.8%、-25.8%、-23.5%、-26.9%。国寿整体代理人质量有所改善，公司个险板块月均有效人力同比增长9.7%；而平安、太保及新华代理人产能均有较为明显的下降。

图表 20：上市险企代理人人均月新单保费及同比（元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 21：上市险企代理人人均月 NBV 及同比（元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 三、投资收益明显增长，基本实现 5.5% 投资收益率

#### 3.1 利率底部回升，权益市场整体向好

**2020 年全年长端利率持续回升，权益市场表现整体向好：**2020 年由于疫情对经济的冲击，长端利率在 4 月初下探至 2.48%，随后持续回升，年底一度上升至 3.3% 以上。权益市场方面，全年上证综指、深证成指和沪深 300 分别上涨 12.6%、36.0%、25.5%，上市险企整体权益资产方面获得较好的投资收益。

图表 22: 十年期国债到期收益率情况 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 权益市场指数走势情况

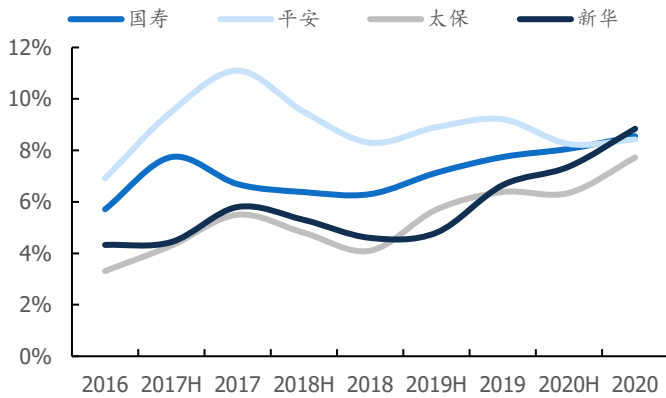


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

#### 3.2 权益资产明显增配，非标资产占比小幅下滑

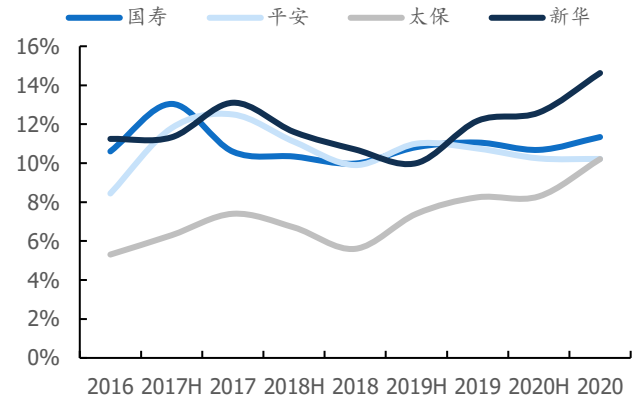
整体资产配置方面仍维持相对稳定，但权益市场向好背景下，各家公司均对股票配置有所增加，国寿、平安、太保、新华股票配置比例分别为 8.5%、8.4%、7.7%、8.8%，较 19 年底分别+0.8pt、-0.8pt、+1.3pt、+2.2pt，权益基金同样整体有所增配。固收类资产方面，国寿、平安增加债券资产配置，而太保、新华增加存款配置；在非标资产上，国寿、平安、太保、新华配置比例分别为 20.1%、14.3%、21.6%、24.1%，较 19 年底分别-1.2pt、-2.4pt、+0.7pt、-5.3pt，非标资产配置比例整体小幅下滑。

图表 24: 上市险企股票资产配置情况



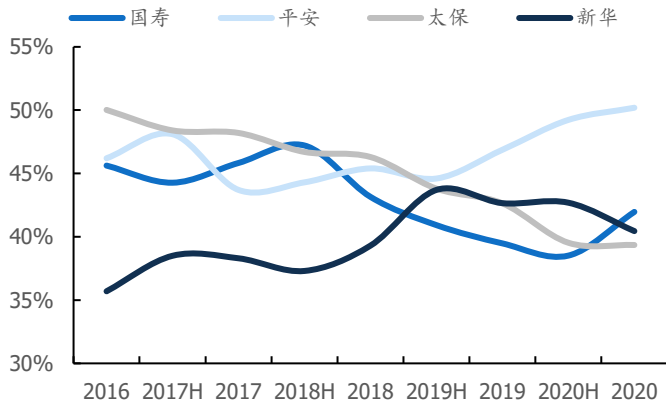
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 25: 上市险企股票+权益基金配置情况



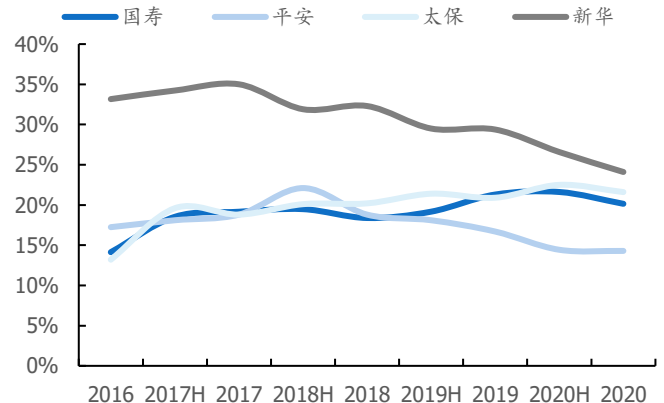
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 26: 上市险企债券资产配置情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 上市险企非标资产配置情况

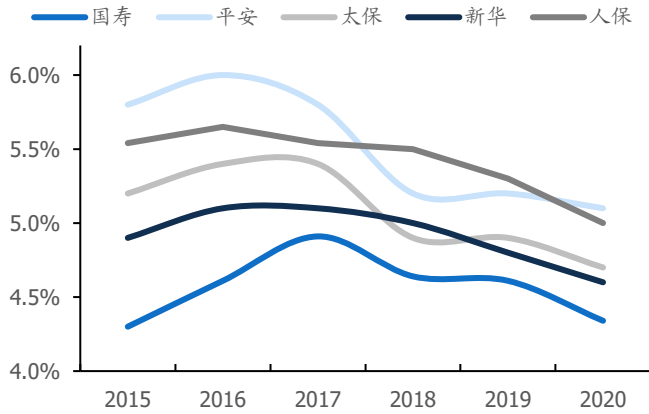


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.3 投资收益明显增长, 总投资收益率基本达 5.5%以上

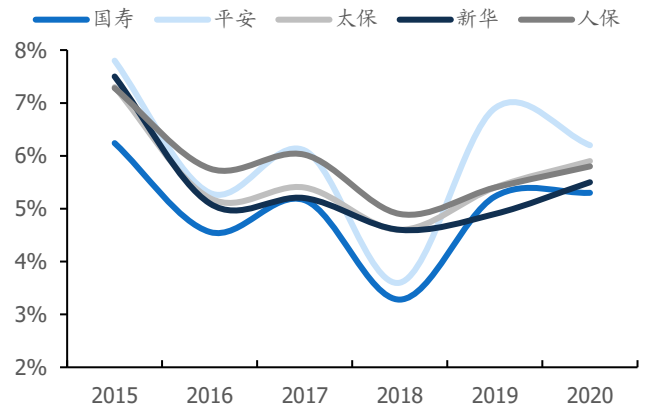
净投资收益率有所下滑, 总投资收益率基本达到 5.5%以上: 净投资收益率方面, 由于整体利率环境有所压力, 同时存量非标资产持续到期, 上市险企国寿、平安、太保、新华及人保全年净投资收益率分别为 4.34%、5.1%、4.7%、4.6%、5.0%, YoY-0.27pt、-0.1pt、-0.2pt、-0.2pt、-0.3pt, 均有不同程度的下降。受益于权益市场向好的行情, 全年总投资收益率分别为 5.3%、6.2%、5.9%、5.5%、5.8%, YoY+0.07pt、-0.7pt、+0.5pt、+0.6pt、+0.4pt, 整体呈现增长态势, 各家投资收益率均超过精算假设。

图表 28: 上市险企净投资收益率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 29: 上市险企总投资收益率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

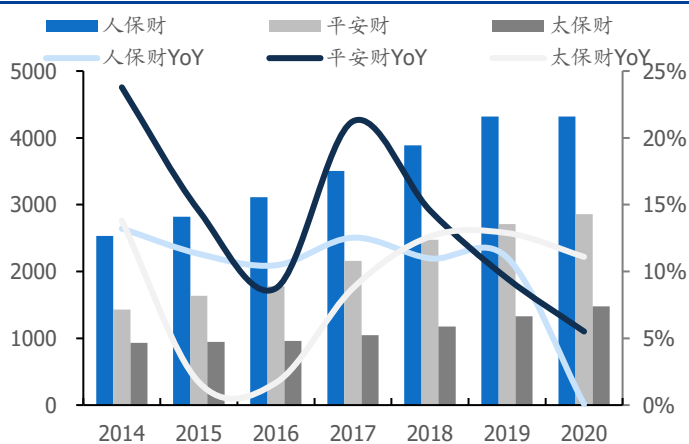
## 四、财险业务表现好于预期，费改下车险业务触底

### 4.1 车险及信保业务拖累总保费，非车业务占比提升

财险总保费增速有所分化，信保业务及车险拖累总保费增速：2020 年全年人保财、平安财、太保财实现财险业务总保费收入 4230.19 亿元、2858.54 亿元、1477.34 亿元，YoY+0.1%、+5.5%、+11.1%，其中车险业务方面，三家公司分别同比增速+1.0%、+0.9%、+2.6%，在新车销量持续下滑以及车险综合费改拉低件均保费的情况下，车险保费增速明显承压；此外信保业务方面，人保全年总保费收入 52.83 亿元，YoY+76.8%；平安总保费收入 374.29 亿元，YoY+7.8%。

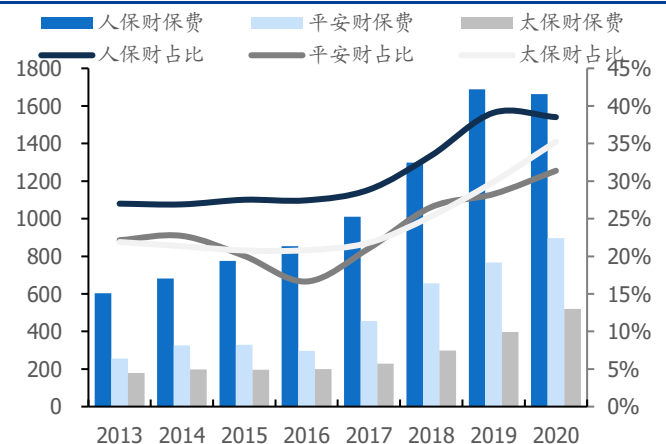
非车险保费仍维持快速增长，在总保费中占比持续提升：人保财、平安财、太保财非车险保费 YoY-1.4%、+17.1%、+30.9%，除人保外均实现较快增长，在总保费中的占比也明显提升，三家非车保费占比分别为 38.5%、31.4%、35.2%，同比-0.6pt、+3.1pt、+5.3pt。

图表 30: 上市险企财险业务总保费收入及增速情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 31: 上市险企财险业务非车险保费及占比情况 (亿元)



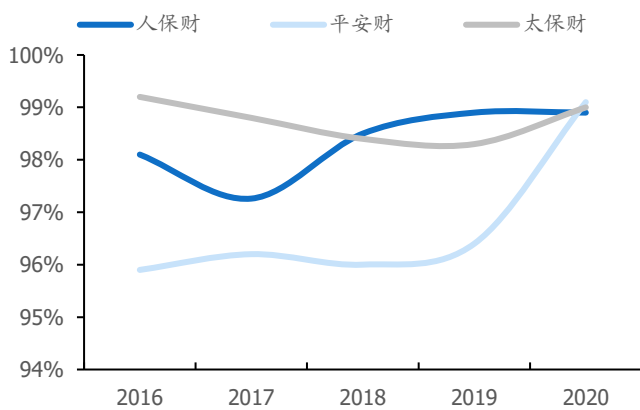
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 4.2 承保维持盈利，费改影响下车险业务触底

**财险业务实现承保盈利，赔付率上升费用率下降：**全年人保财、平安财、太保财实现综合成本率 98.9%、99.1%、99.0%，整体小幅上升但仍维持承保盈利，其中赔付率分别提升 0.3pt、3.2pt、1.2pt 至 66.2%、60.5%、61.4%，费用率有不同程度的小幅下降，其中保险证业务人保综合成本率仍有 144.8%，平安为 111.0%，但预计风险敞口不断压缩，业务有望持续出清。

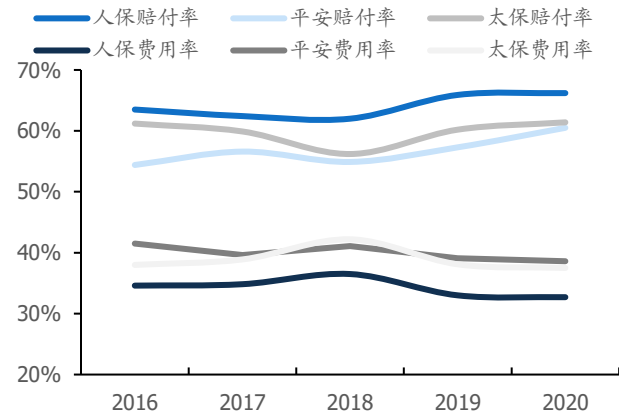
**车险综合成本率基本持平，费改下业务触底：**车险方面，人保综合成本率 96.5%，YoY-0.2pt；平安为 98.2%，YoY+1.0pt；太保为 97.9%，同比持平。上市险企车险业务同样全面实现承保盈利，同时在车险综合改革之下，综合成本率维持稳定，但四季度以来车均保费下降明显，让利消费者的目的基本达到。今年展望，预计整体上市险企车险业务延续车均保费下降、总保费增速放缓的态势，但综合成本率仍然维持相对稳定，业务基本实现触底，随着下半年改革满一年低基数的体现，车险保费有望恢复稳步增长。

图表 32: 上市险企财险业务综合成本率情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 33: 上市险企财险业务赔付率和费用率情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 五、一季报展望：盈利稳步增长，新单显著改善

展望一季报，由于今年整体负债表现相对改善，同时虽然权益市场承压，但去年同期因疫情导致权益资产下跌明显，预计投资收益仍能够维持稳定增长，我们预计上市险企 Q1 营收实现 6-12% 的增长，净利润实现 12-15% 增长，国寿、平安、太保个险新单保费增速分别为 -14%、+36%、+48%，NBV 增速分别为 -18%、+18%、+2%，整体较 20Q1 出现较为明显改善。

图表 34: 2021Q1 上市险企核心指标预期情况 (亿元)

亿元	中国人寿	中国平安	中国太保
营业收入	4004.36	3544.24	1520.31
营收YoY	6.0%	8.0%	10.0%
归母净利润	194.83	307.51	93.97
净利润YoY	14%	14%	12%
NBV YoY	-18.0%	18.0%	2.0%
个险新单YoY	-14.0%	36.0%	48.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 六、投资建议

2020 年行业整体承压明显, 价值增速整体负增长, 利率环境承压, 但权益市场带动投资收益率上行。展望 2021 年, 低基数下上市险企整体价值增速明显改善, 但长期保障型产品销售仍有一定压力, 我们预计二季度以后产品销售状况将会逐步好转, 新单趋势将有所改善, 后期持续关注产品销售改善情况。个股层面, 建议关注估值底部、新单和价值增速相对领先的中国平安以及新管理层到位、市场化机制改革的中国太保。

## 风险提示

- 1、长期保障型产品销售不及预期风险: 如上市险企长期保障型产品销售持续不及预期, 将会对 NBV 有明显拖累, 从而压制估值;
- 2、长端利率持续下行风险: 如长端利率持续下行, 上市险企估值将有所承压;
- 3、行业竞争加剧风险: 如行业竞争加剧, 上市险企负债业务将受到一定影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com