

保险

21Q1 综述—负债短期回暖投资提振利润 财险经营优于预期

增持（维持）

总保费稳定增长，投资带动净利润大幅提升：21Q1 国寿、平安、太保及新华分别实现总保费收入 3238.92 亿元、2439.41 亿元、1394.43 亿元、633.92 亿元，YoY+5.2%、-5.4%、+6.3%、+8.8%。总体看，开门红较为充分准备下短储产品新单保费增速较快带动总保费增速有所回暖，但由于 19、20 年两年行业负债持续低迷，续期保费承压明显，对总保费仍有压制。预计上市险企在 Q1 权益市场相对高点兑现部分浮盈，整体投资收益实现较快增长，使得国寿、平安、太保、新华及人保归母净利润分别 YoY+67.3%、+4.5%、+1.9%、+36.0%、+42.1%，整体实现大幅提升。

负债表现仍有分化，代理人数量延续承压态势：1) 新单保费方面整体呈明显回暖态势，但公司层面有所分化。国寿、平安、太保、新华寿险总新单分别 YoY-6.4%、+23.1%、+35.9%、+9.6%，除国寿因基数较高负增长外，各家新单呈现不同程度的增长态势，尤其平安、太保在较低的基数以及开门红更为充分的准备下，短储新单增速显著恢复。2) 由于产品结构变化，价值率预计略有下降，价值表现逊于新单情况。平安 Q1 NBV Margin 为 31.4%，YoY-2.0pt，预计其他上市险企整体 Margin 同样略有下降，主要为开门红向好背景下短储占比提升以及春节以后高价值率重疾销售承压导致。3) 代理人数量下滑态势延续，Q2 起加大增员投入：国寿、平安 Q1 末代理人数量分别为 128.2 万人、98.6 万人，较年初分别下降 7.0%、3.7%，预计太保、新华代理人数量同样有不同程度下降。一方面因为疫情导致的收入不确定性、产品供给需求之间的矛盾以及重疾新规转换产品销售压力加大等原因，产品销售不及预期，代理人活动率下降，公司清退及主动脱落人数增加；另一方面增员环境压力仍不容乐观。但 Q2 起各家加大增员投入，关注后期人力数量情况。

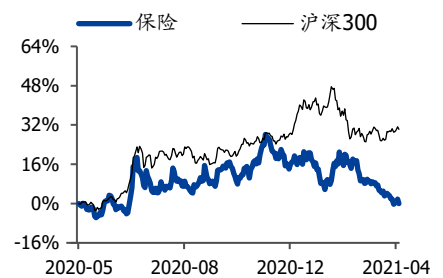
利率权益市场均向好，总投资收益率整体提升：Q1 长端利率持续回升，权益市场虽有所波动但仍优于去年同期-10%左右的跌幅。上市险企国寿、平安及太保净投资收益率分别为 4.1%、3.5%、3.9%，YoY-0.2pt、-0.1pt、-0.3pt，均有不同程度的下降。受益于部分股票浮盈兑现，国寿、平安、太保及新华 21Q1 总投资收益率分别为 6.4%、3.1%、4.6%、7.9%，YoY+1.3pt、-0.3pt、+0.1pt、+2.8pt，整体呈现明显增长态势，其中平安采取 I9 准则以及受华夏幸福投资减值影响，总投资收益率同比有所下降。

财险保费增速承压，综合成本率优于预期：Q1 人保财、平安财、太保财财险业务总保费收入 YoY+6.2%、-8.8%、+12.0%，其中车险全部负增长，非车险整体保持高增速。中国财险、平安财综合成本率分别为 95.7%、95.2%，YoY-1.4pt、-1.3pt，综合成本率小幅下降，车险成本结构优化。

投资建议：上市险企整体一季报负债表现较前期有明显改善，投资带动利润大幅增长。但 3 月以来保费数据持续承压，短期客户透支、代理人缺口、新重疾适应、产品供需矛盾等多方面原因使得新单保费持续负增长，市场对负债端后期表现有所担忧。Q2 起各家公司持续加大增员投入、强化代理人日常培训考核，并通过四五联动、产品推动等措施改善新单现状，后期持续关注各家公司增员结果以及保费改善情况。个股层面，建议关注负债增速相对领先、减值计提相对充分、健康管理生态圈不断完善的中国平安以及负债短期有望改善、管理层及寿险改革有望持续催化的中国太保。

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。

行业走势



作者

分析师 马婷婷

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 3 月月报-单月人身险总保费负增长 车险负增长收窄》2021-04-28
- 2、《保险：车险综合改革初见成效 赔付率升至 71%费用率降至 28%》2021-04-18
- 3、《保险：上市险企 3 月月报：寿险新单及保费均有承压 关注 Q2 改善措施》2021-04-15



内容目录

一、总保费稳定增长，投资带动净利润大幅提升	3
1.1 总保费稳定增长，整体呈触底恢复态势	3
1.2 投资收益增长，带动净利润大幅提升	3
二、负债表现仍有分化，代理人数量延续承压态势	4
2.1 新单保费整体增速回暖，公司层面有所分化	4
2.2 NBV 表现逊于新单表现，预计价值率略有下降	5
2.3 代理人数量下滑态势延续，Q2 起加大增员投入	5
三、利率权益市场整体较好，总投资收益率提升	6
3.1 长端利率整体回升，权益市场优于去年同期	6
3.2 资产配置相对稳健，总投资收益率整体明显提升	7
四、财险保费增速承压，综合成本率优于预期	7
4.1 综改下车险保费负增长，信保规模延续收窄态势	7
4.2 财险保费整体小幅增长，综合成本率有所下降	8
五、投资建议	9
风险提示	10

图表目录

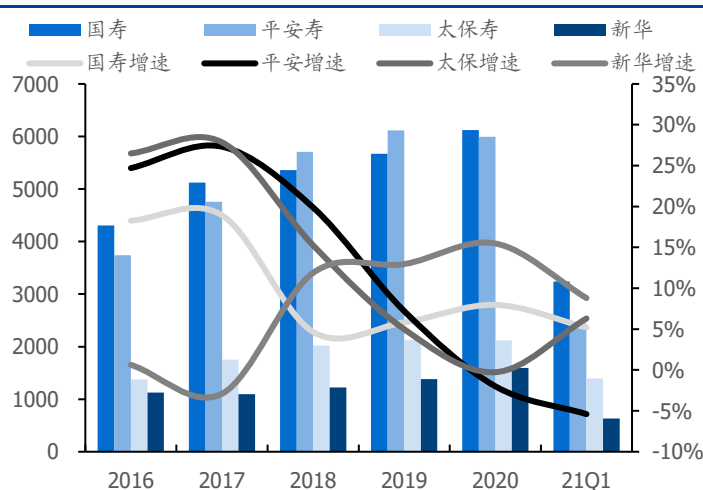
图表 1: 2021Q1 上市险企总保费收入及增速情况 (亿元)	3
图表 2: Q1 上市险企总保费及同比情况 (亿元)	3
图表 3: 2021 Q1 上市险企整体净利润实现高增长 (亿元)	4
图表 4: 2021 年 Q1 上市险企投资收益增长较快 (亿元)	4
图表 5: 2021 Q1 上市险企新单保费整体恢复增长 (亿元)	4
图表 6: 2021 Q1 上市险企新单期缴保费增及增速 (亿元)	4
图表 7: 中国平安 NBV 及 margin 情况 (亿元)	5
图表 8: 中国人寿 NBV 同比情况	5
图表 9: 国寿及平安代理人数量及变动情况 (万人)	6
图表 10: 十年期国债到期收益率情况 (%)	6
图表 11: 权益市场指数走势情况	6
图表 12: 上市险企净投资收益率情况	7
图表 13: 上市险企总投资收益率情况	7
图表 14: 21Q1 财险行业保费收入及同比增速情况 (亿元)	8
图表 15: 21Q1 上市险企财险保费收入及同比情况 (亿元)	8
图表 16: 中国财险综合成本率情况	9
图表 17: 平安财险综合成本率情况	9

一、总保费稳定增长，投资带动净利润大幅提升

1.1 总保费稳定增长，整体呈触底恢复态势

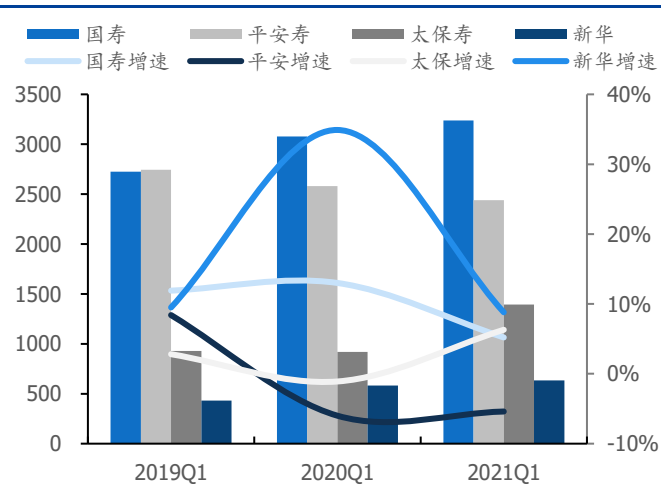
上市险企总保费稳定增长，但续期保费有承压：2021Q1上市险企国寿、平安、太保及新华分别实现总保费收入 3238.92 亿元、2439.41 亿元、1394.43 亿元、633.92 亿元，YoY+5.2%、-5.4%、+6.3%、+8.8%，其中平安寿总保费收入负增长，而其余公司整体保费收入呈现稳定增长态势。总体来看，开门红较为充分的准备下短储产品新单保费增速较快带动总保费增速有所回暖，但由于 19、20 年两年行业负债持续低迷，续期保费承压明显，对总保费仍有压制。

图表 1: 2021Q1 上市险企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 2: Q1 上市险企总保费及同比情况 (亿元)



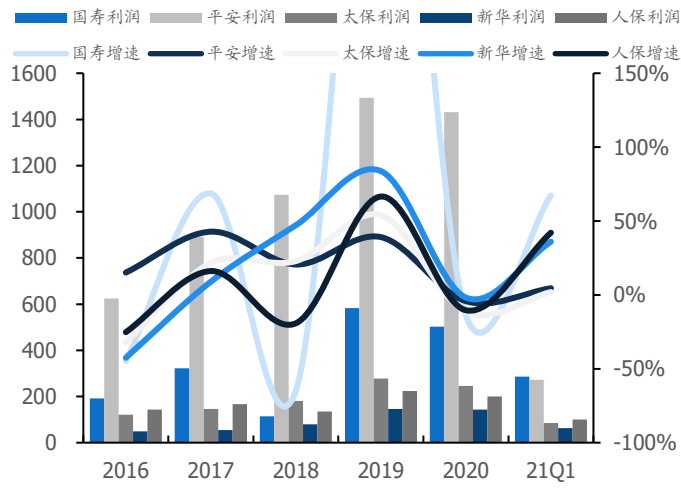
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 投资收益增长，带动净利润大幅提升

一季度上市险企整体投资收益实现较快增长：2021Q1 国寿、平安、太保、新华及人保投资净收益分别为 734.84 亿元、205.01 亿元、273.82 亿元、195.58 亿元、179.95 亿元，YoY+42.1%、-14.2%、+35.7%、+57.8%、+36.7%，除平安外均实现单季度投资净收益明显增长，预计在 Q1 权益市场相对高点兑现部分浮盈。平安对华夏幸福计提减值 182 亿元，使得整体减值损失（信用减值+其他资产减值）由去年 Q1 的 174.11 亿元提升至当期的 298.65 亿元，同比大幅提升 71.5%，对投资收益及净利润造成明显负面影响。

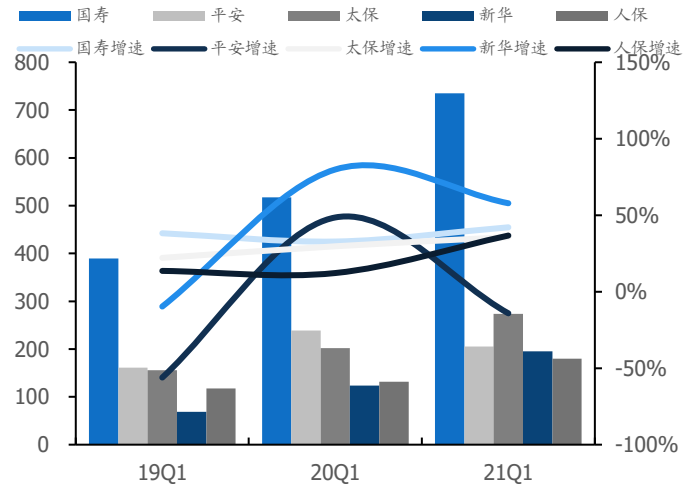
投资收益增长带动净利润大幅提升：2021Q1 国寿、平安、太保、新华及人保归母净利润分别为 285.89 亿元、272.23 亿元、85.47 亿元、63.05 亿元、100.34 亿元，YoY+67.3%、+4.5%、+1.9%、+36.0%、+42.1%。主要原因一方面为各险企开门红准备相对充分，一季度保费收入整体有所回暖；另一方面，上市险企整体投资收益的良好表现带动归母净利润高增长。平安如剔除华夏幸福减值对净利润的 100 亿元影响，则净利润增速为 42.8%。

图表3: 2021 Q1上市险企整体净利润实现高增长(亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表4: 2021年Q1上市险企投资收益增长较快(亿元)



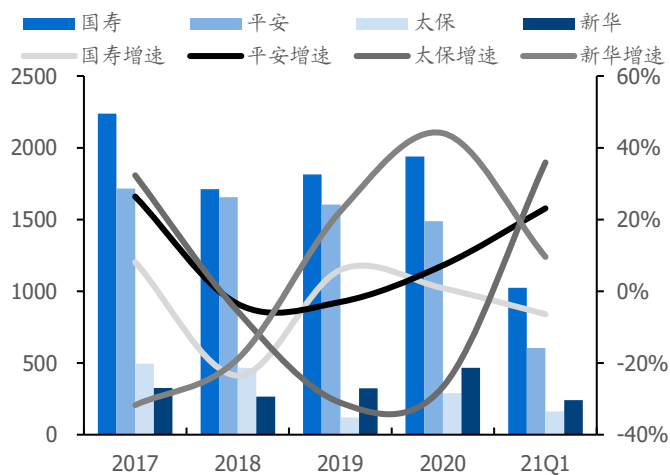
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

二、负债表现仍有分化, 代理人数量延续承压态势

2.1 新单保费整体增速回暖, 公司层面有所分化

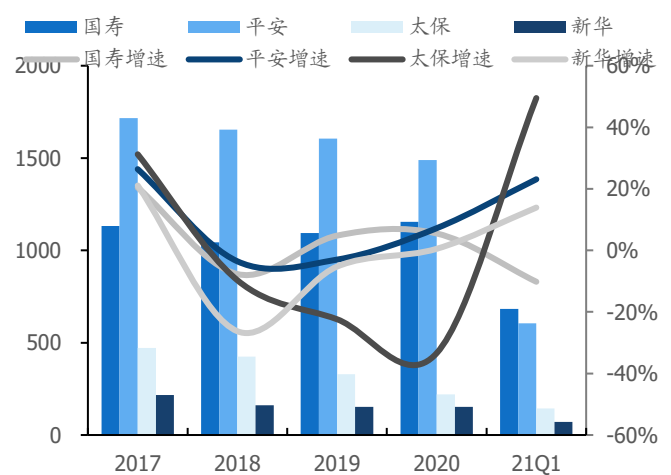
新单保费方面整体呈明显回暖态势, 但公司层面有所分化: 国寿、平安、太保、新华寿险总新单分别 YoY-6.4%、+23.1%、+35.9%、+9.6%, 除国寿因基数较高负增长外, 各家新单呈现不同程度的增长态势, 尤其平安、太保在较低的基数以及开门红更为充分的准备下, 短储新单增速显著恢复。以个险期缴新单保费增速看, 国寿、平安、太保、新华增速分别为-10.2%、+23.1%、+49.5%、+13.9% (平安为用于计算 NBV 的新单保费)。

图表5: 2021 Q1上市险企新单保费整体恢复增长(亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表6: 2021 Q1上市险企新单期缴保费及增速(亿元)

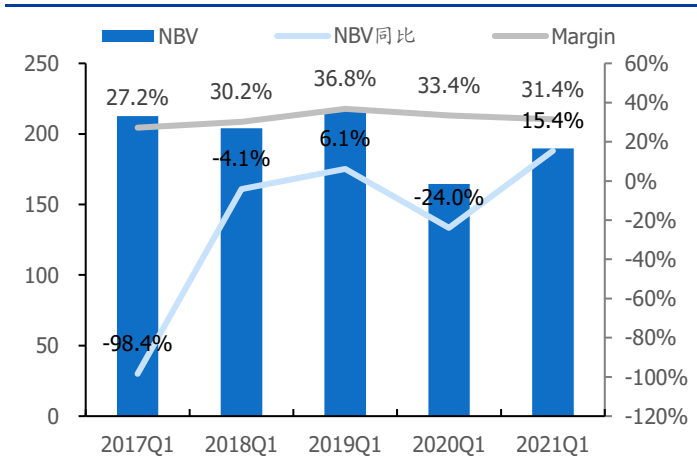


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.2 NBV 表现逊于新单表现，预计价值率略有下降

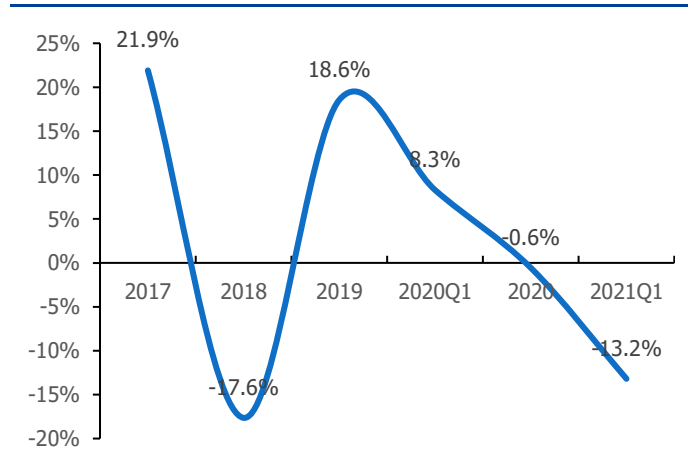
由于产品结构变化，价值率预计略有下降，价值表现逊于新单情况：Q1 上市险企中仅平安披露价值率情况，公司 Q1 NBV Margin 为 31.4%，YoY-2.0pt，预计其他上市险企整体 Margin 同样略有下降。一方面，险企开门红效果较好，短储产品新单规模增速较快并在总新单保费中占比提升；另一方面，虽然 1 月底重疾险销售超预期，但春节后重疾产品销售压力较大，使得整体产品结构中高价值率重疾占比有所下降，各家价值率有一定压力。Q1 国寿、平安 NBV 分别 YoY-13.2%、+15.4%，均较新单增速有所放缓。

图表 7: 中国平安 NBV 及 margin 情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 中国人寿 NBV 同比情况



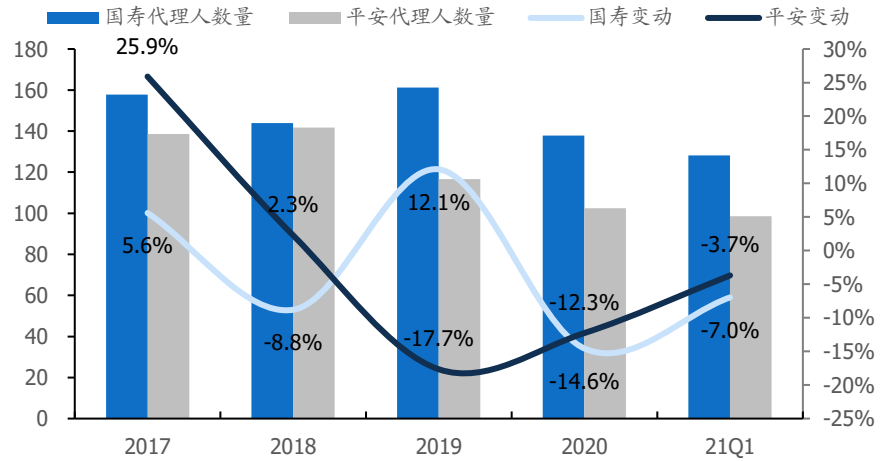
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.3 代理人数量下滑态势延续，Q2 起加大增员投入

上市险企 Q1 代理人数量不同程度下滑：2021Q1 国寿、平安代理人数量分别为 128.2 万人、98.6 万人，较年初分别下降 7.0%、3.7%，整体代理人数量承压，预计太保、新华代理人数量同样有不同程度下降。一方面因为疫情导致的收入不确定性、产品供给需求之间的矛盾以及重疾新规转换产品销售压力加大等原因，产品销售不及预期，代理人活动率下降，公司清退及主动脱落人数增加；另一方面增员环境压力仍不容乐观。

Q2 起各家加大增员投入，关注后期人力数量情况：Q2 起各家上市险企不同程度加大对增员的投入，对招募的出单人力以及推荐人予以不同程度奖励，或设定增员目标，我们预计 Q2 起代理人数量下滑趋势将有效缓，后期持续跟踪代理人数量情况。

图表 9: 国寿及平安代理人数量及变动情况 (万人)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

三、利率权益市场整体较好, 总投资收益率提升

3.1 长端利率整体回升, 权益市场优于去年同期

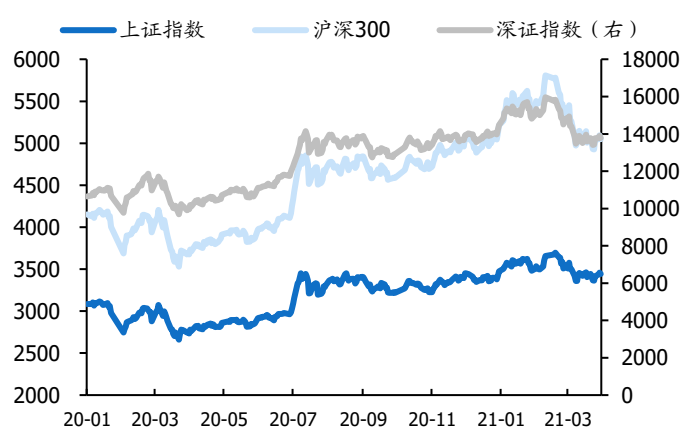
2021Q1 长端利率持续回升, 权益市场有所波动: 21Q1 长端利率波动上行, 整体在 3.2% 上下震荡; 而去年 Q1 受疫情冲击下探至 2.5% 以内, 随着疫情缓和、经济恢复才开始逐步上升。权益市场方面, 春节前延续 2020 年上行态势, 春节以后持续调整, Q1 整体上证指数、沪深 300 及深证指数分别-0.90%、-3.13%、-4.78%, 有所压力, 但仍优于去年同期-10%左右的跌幅。

图表 10: 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 11: 权益市场指数走势情况



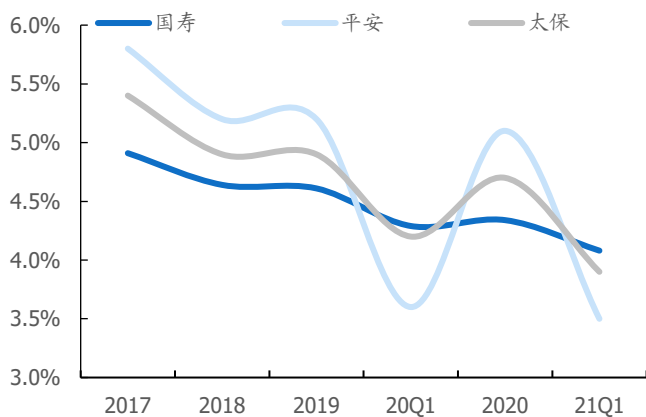
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2 资产配置相对稳健，总投资收益率整体明显提升

整体资产配置方面仍维持相对稳定：预计 Q1 上市险企在权益市场高点兑现了部分股票浮盈，春节后权益市场持续调整，使得权益类资产配置小幅下滑；固收类资产方面，Q1 整体利率处于相对高点，预计各家公司增配了固定收益类资产。以太保为例，相较 20 年底，权益类资产-0.3pt，其中股票、权益型基金占比均-0.1pt，固收资产中债权投资计划较去年底+1.4pt。

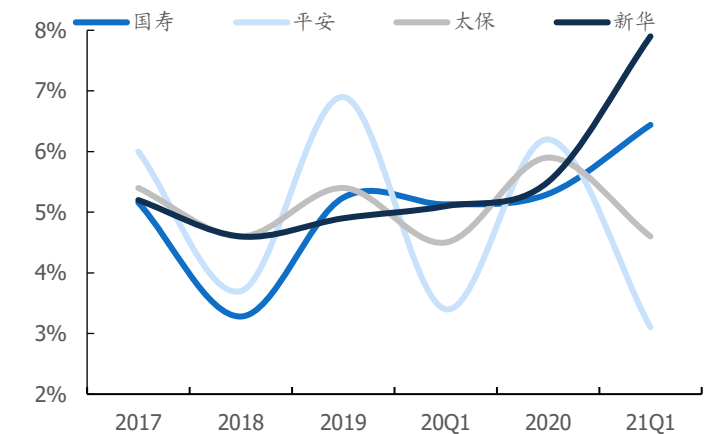
净投资收益率有所下滑，总投资收益率整体提升：净投资收益率方面，上市险企国寿、平安及太保 21Q1 净投资收益率分别为 4.1%、3.5%、3.9%，YoY-0.2pt、-0.1pt、-0.3pt，均有不同程度的下降。受益于部分股票浮盈兑现，国寿、平安、太保及新华 21Q1 总投资收益率分别为 6.4%、3.1%、4.6%、7.9%，YoY+1.3pt、-0.3pt、+0.1pt、+2.8pt，整体呈现明显增长态势，其中平安采取 I9 准则以及受华夏幸福投资减值影响，总投资收益率同比有所下降。

图表 12: 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 13: 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、财险保费增速承压，综合成本率优于预期

4.1 综改下车险保费负增长，信保规模延续收窄态势

车险综改车均保费大幅下降，保费收入明显下滑：21Q1 车险行业总保费收入 1818.3 亿元，YoY-6.2%，占财险总保费收入下滑至 47.7%，其中人保、平安、太保车险保费收入分别 YoY-6.7%、-8.8%、-7.0%。车险保费收入负增长主要为去年 9 月起车险综改下，车均保费明显下滑，致使总保费负增长，预计全年车险保费仍维持负增长，但明年底基数下有望恢复稳步增长。

信保业务明显负增长，业务规模收窄控制风险敞口：受疫情影响导致信用风险大幅提升，行业融资性信保业务去年赔付大幅提升，行业主体基本承保出现明显亏损，21Q1 人保财险大幅收窄信保业务规模与风险敞口，保费收入仅 4.9 亿元，YoY-80.4%；Q1 行业整体保证险 137.1 亿元，YoY-31.1%。

健康险、农险、责任险等保费增长较快，同比增速超 20%：行业整体非车险仍然延续了较快的增速，其中健康险、责任险及农险保费增速分别为 31.5%、29.9%、27.4%。

图表 14: 21Q1 财险行业保费收入及同比增速情况 (亿元)

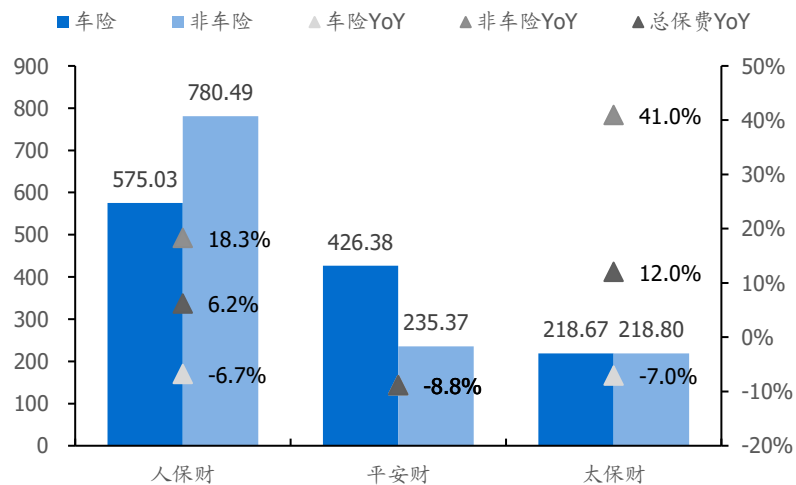
险种类型	20Q1 原保费收入	同比增速	总保费占比
车险	1818.3	-6.2%	47.7%
健康险	681.6	31.5%	17.9%
责任险	313.1	29.9%	8.2%
保证险	137.1	-31.1%	3.6%
农险	238.6	27.4%	6.3%
企财险	193.8	11.9%	5.1%
意外险	158.3	30.4%	4.2%
工程险	51.1	21.0%	1.3%
家财险	35.8	23.4%	0.9%
其他险	181.5	20.4%	4.8%
总保费	3809.1	5.8%	100.0%

资料来源：银保监会，国盛证券研究所

4.2 财险保费整体小幅增长，综合成本率有所下降

财险收入小幅增长，非车业务整体快速增长：21Q1 上市险企人保财、平安财、太保财分别实现财险业务总保费收入 1355.52 亿元、661.75 亿元、437.47 亿元，YoY+6.2%、-8.8%、+12%；其中车险保费增速分别 YoY-6.7%、-8.8%、-7.0%，车险综改下保费普遍负增长；非车险保费分别 YoY+18.3%、-8.8%、+41.0%。人保财虽信保业务规模同比下降 80.4%至 4.9 亿，但意外及健康险、农险与货运险均实现了 20%以上的同比增速，拉动非车规模增长；太保财把握农险与健康险等险种发展机遇，实现非车险保费收入 218.8 亿元，YoY+41.0%，非车险增速持续领先上市同业。

图表 15: 21Q1 上市险企财险保费收入及同比情况 (亿元)

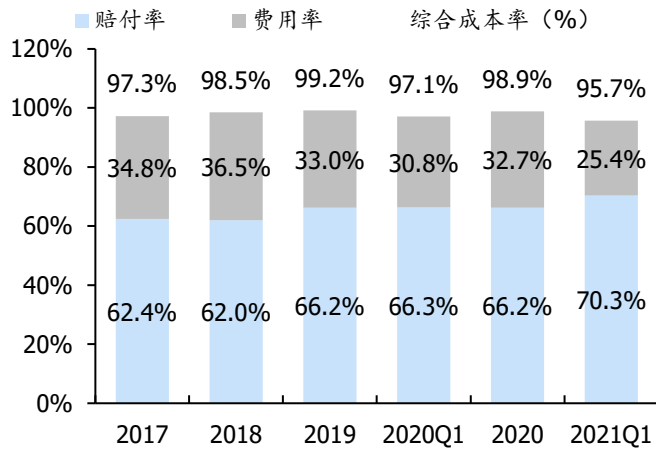


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

综合成本率小幅下降，车险成本结构优化。21Q1 中国财险、平安财险综合成本率分别为

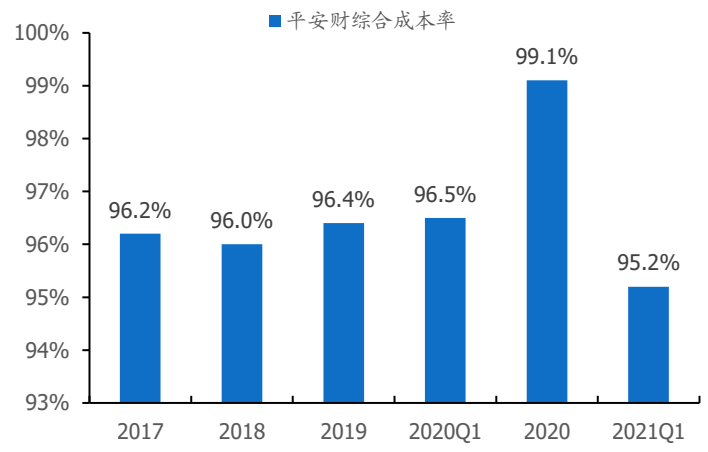
95.7%、95.2%，YoY-1.4pt、-1.3pt；其中中国财险赔付率为70.3%，同比提升4.0pt，费用率为25.4%，同比下降5.4pt，主要原因为车险综改影响，具体看车险业务Q1综合成本率94.6%，同比小幅提升0.4pt优于预期，成本结构显著变化：赔付率同比大幅提升9.5pt至68.9%，而费用率同比下降9.1pt至25.7%，整体成本结构的变化基本与费改初衷相一致，手续费被显著压缩，市场经营环境预计将有所改善。

图表 16: 中国财险综合成本率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 17: 平安财险综合成本率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

全年财险业务展望，车险经营将逐步向好，信保业务风险敞口持续压缩，财险板块逐步触底回升：预计车险保费负增长将延续至Q3末，10月起单月车险保费同比将逐渐转正，但受前三季度拖累，21全年车险保费预计仍保持负增长；**综合成本率方面**，由于车险为一年期业务，二季度起综改后保单占比仍将持续提升，后期综合成本率预计会延续小幅上行态势，但整体仍能维持承保盈利。随着9月以后车险保费增速改善，综合成本率压力下降，有望趋稳甚至有下降空间。

五、投资建议

上市险企整体一季报负债表现较前期有明显改善，投资带动利润大幅增长。但3月以来保费数据持续承压，短期客户透支、代理人缺口、新重疾适应、产品供需矛盾等多方面原因使得新单保费持续负增长，市场对负债端后期表现有所担忧。Q2起各家公司持续加大增员投入、强化代理人日常培训考核，并通过四五联动、产品推动等措施改善新单现状，后期持续关注各家公司增员结果以及保费改善情况。个股层面，建议关注负债增速相对领先、减值计提相对充分、健康管理生态圈不断完善的中国平安以及负债短期有望改善、管理层及寿险改革有望持续催化的中国太保。

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