

# 保险行业 2020 年报及 2021 年一季报综述

## 寿险负债端稳步修复，财险承保端超预期增持（维持）

2021 年 05 月 08 日

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证号：S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

### 投资要点

■ **2020 年净利润遭疫情压制，21 年一季度投资收益提振利润，业绩边际改善。**2020 年上市险企合计实现归母净利润 2523.14 亿元，同比-7.4%，其中平安、国寿、太保、新华、人保分别实现归母净利润 1430.99、502.68、245.84、142.94、200.69 亿元，同比增速分别为-4.2%、-13.8%、-11.4%、-1.8%、-10.4%，主要原因为：1) 疫情影响代理人展业，进而压制寿险负债端销售，平安、太保新单增速下滑明显，而国寿、新华因积极布局开门红，对冲了疫情不利影响；2) 利率下行周期，上市险企普遍补提保险合同准备金，挤压利润空间；3) 2019 年税优政策致使险企同期净利润基数较高。2021Q1，平安、国寿、国保、新华、人保分别实现归母净利润增速纷纷回正，同比分别为+4.5%、+67.3%、+1.9%、+36.0%、+42.1%，主要系一季度投资收益大幅提升拉动公司利润所致。

■ **寿险：疫情冲击行业负债端，21 年一季度新单保费增速回暖。**疫情影响下，2020 年上市险企新单规模与 NBV Margin 齐跌，从而导致上市险企 NBV 普遍承压。2020 年平安、国寿、太保、新华、人保 NBV 同比增速分别为-34.7%、-0.6%、-27.5%、-6.1%、+9.7%，其中国寿、新华降幅窄于市场预期的主要原因为国寿积极布局 2020 年开门红奠定较高新单基础及新华银保渠道的强势扩张对冲了疫情不利影响。2021Q1 上市险企负债端缓慢复苏，平安、国寿、太保、新华寿险总保费收入分别为 1776.00、3238.92、954.17、633.92 亿元，同比增速分别为-4.1%、+5.2%、+3.9%、+8.8%，其中新单保费同比增速分别为+15.3%、-6.4%、+35.9%（个险）、+9.6%。整体而言，2020 年寿险负债端受疫情冲击较大，但 2021Q1 保费数据已显回暖趋势。环比来看，今年 3 月以来因短期销售刺激消退，行业负债端增长自然乏力，今年全年能否延续一季度的复苏态势需紧密关注中期行业渠道增员情况及新重疾产品的市场接受度。

■ **财险：2020 年非车险驱动产险保费增长，21 年一季度综合成本率下降。**2020 年人保、平安、太保产险保费收入分别为 4320.19、2858.54、1477.34 亿元，同比+0.1%、+5.5%、+11.1%。太保、平安非车险保费分别高增 30.9%、14.0%，为其产险保费增长的主要动力。2021Q1 人保、平安、太保保费同比+6.2%、-8.8%、+12.1%，其中车险保费增速因车险综改而呈现负增长，同比分别为-6.7%、-8.8%、-7.0%，所占产险保费比重下滑至 42.4%、64.4%、50.0%。综合成本率角度，2020 年疫情影响下部分业务赔付压力提升叠加险企主动压缩费用成本，上市险企均出现赔付率上升+费用率下降趋势，而综合成本率分化，具体为太保 99.0%（同比+0.7 pct）、平安 99.1%（同比+2.7 pct）、人保 98.9%（同比-0.3pct）。2021Q1 平安、人保综合成本率分别为 95.2%、95.7%，同比-1.3 pct、-1.4 pct，均有下降。后续我们预计随着复工复产全面推进，非车险仍将高增，而车险增速将在车险综改不利影响出清、竞争格局优化后逐步回升。

■ **投资建议：财险：车险综改虽短期对车险保费有所冲击，但远好于市场预期。**随着综改尘埃落定，行业竞争格局将全面得到优化，部分中小财险公司或将退出车险市场，而龙头险企将深度受益，进一步强化规模、渠道、品牌优势，打造竞争壁垒。**寿险：行业短期因开门红步入尾声+新重疾险产品仍处于消化期，3 月负债端有所承压。**但长期来看，重疾险仍有较大市场，行业资产和负债两端也将迎来趋势性改善，期待 Q2 需求回暖+代理人产能释放驱动负债端改善。当前估值低位，配置价值显著，维持“增持”评级，个股推荐中国财险、中国平安、中国太保。

■ **风险提示：**1) 保障型产品后续销售不及预期；2) 长端利率持续下行；3) 股市波动导致投资收益下滑。

### 行业走势



### 备注

\*汇率：估值数据按照 1 港元=0.8323 元人民币汇率计算（截至 2021 年 5 月 7 日）

\*货币单位：除特殊注明外，全文货币单位统一为人民币

\*股价、总市值等数据截至 2021 年 5 月 7 日收盘

### 相关研究

#### 1、《金融行业周报

(2021.04.19~2021.04.25)：把握金融股一季报超预期行情》

2021-04-25

#### 2、《金融行业周报

(2021.04.12~2021.04.18)：金融股长期价值显著，中期首推东方财富》2021-04-18

#### 3、《非金融行业 2021 年度策略

——三个关键词：顺周期、金融科技、资本市场改革》2020-12-08

## 内容目录

<b>1. 业绩概览：疫情冲击 2020 全年业绩，21 年复苏势头已现</b> .....	<b>4</b>
1.1. 20 年归母净利润整体承压，21 年一季度边际改善 .....	5
1.2. 疫情不改内含价值韧性，内含价值健康增长 .....	6
1.3. 净资产持续向上，增速保持稳定 .....	7
<b>2. 寿险：20 年受疫情压制较大，21 年一季度新单保费增速回暖</b> .....	<b>8</b>
2.1. 改革进行时叠加疫情挑战，新单保费增速分化 .....	8
2.2. 渠道转型瓶颈期，代理人规模有所缩减 .....	9
2.3. 新单规模、NBV Margin 双双下降，拉低新业务价值 .....	10
<b>3. 产险：车险综改导致保费增速放缓，费用率整体下行</b> .....	<b>10</b>
3.1. 车险增速放缓，非车险驱动产险保费增长 .....	10
3.2. 费用率整体下滑，赔付率略微提升，综合成本率有所分化 .....	11
3.3. 承保端处于上升期，财险承保利润仍未触顶 .....	12
3.4. 大型上市险企市占率提升，车险费改趋势下将长期受益竞争格局优化。 .....	13
<b>4. 资产端：权益向好推动投资收益率提升，非标配置占比下降</b> .....	<b>14</b>
4.1. 利率下行影响净投资收益率，权益市场向好助力总投资收益 .....	14
4.2. 投资资产配置结构不断优化，加大权益类占比 .....	15
<b>5. 投资建议</b> .....	<b>16</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>19</b>

## 图表目录

图 1: 上市险企 2020 年寿险指标概览	4
图 2: 上市险企 2021Q1 寿险指标概览	4
图 3: 上市险企 2020 年产险指标概览	5
图 4: 上市险企 2021Q1 产险指标概览	5
图 5: 20Q1 与 21Q1 上市险企归母净利润及增速对比	6
图 6: 2011~2021Q1 上市险企归母净利润同比增速	6
图 7: 06~21 十年期国债收益率及 750 日移动平均曲线	6
图 8: 2016~2021Q1 平安归母营运利润及增速	6
图 9: 2011~2020 A 股上市险企内含价值增速	7
图 10: 19-20 A 股上市险企 NBV 占内含价值的比重	7
图 11: 2011~2021Q1 A 股上市险企净资产增速	7
图 12: 20Q1 vs 21Q1 A 股上市险企净资产概况	7
图 13: 2012~2021Q1 上市险企新单保费增速	9
图 14: 2021 年 1~3 月上市保险公司单月保费 (亿元)	9
图 15: 2016~2021Q1 上市险企代理人规模	9
图 16: 2018~2020 险企代理人人均产能 (元/月)	9
图 17: 2011~2021Q1 上市保险公司新业务价值增速	10
图 18: 2016~2020 四大险企新业务价值率	10
图 19: 2011~2021Q1 上市财险公司/行业财险保费增速	11
图 20: 2011~2021Q1 上市财险公司车险保费增速	11
图 21: 2011~2021Q1 上市险企车险保费占比	11
图 22: 2012~2021Q1 中国财险险种结构	11
图 23: 2010~2021Q1 上市险企综合成本率	12
图 24: 2010~2021Q1 上市险企赔付率	12
图 25: 2010~2021Q1 上市险企费用率	12
图 26: 2016~2020 人保财险承保利润	13
图 27: 2016~2020 太保车险承保利润	13
图 28: 2004~2020Q1 财险行业 CR3 和 CR5	13
图 29: 2004~2021Q1 财险行业 CR5 市场份额	13
图 30: 2011~2021Q1 上市险企净投资收益率	14
图 31: 2011~2021Q1 上市险企总投资收益率	14
图 32: 2021Q1 上市险企账面总投资收益及同比增速	15
图 33: 2012~2020 中国人寿投资资产配置	15
图 34: 2012~2020 中国平安投资资产配置	15
图 35: 2012~2021Q1 中国太保投资资产配置	16
图 36: 2012~2020 新华保险投资资产配置	16
图 37: 2015~2020 中国人保投资资产配置	16
图 38: 上市保险公司估值表 (以 2021 年 5 月 7 日股价计)	18

## 1. 业绩概览：疫情冲击 2020 全年业绩，21 年复苏势头已现

图 1：上市险企 2020 年寿险指标概览

单位：亿元/%	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险	中国人保
<b>集团</b>					
归母净利润	1431.0	502.7	245.8	142.9	200.7
yoy: %	-4.2%	-13.8%	-11.4%	-1.8%	-10.4%
归母净资产	7625.6	4500.5	2152.2	1016.7	2021.9
yoy: %	13.3%	11.5%	20.6%	20.4%	10.4%
年化ROE	20.0%	11.8%	12.6%	15.4%	10.4%
yoy: pct	-4.4	-4.6	-4.3	-4.1	-3.0
净投资收益率	5.1%	4.3%	4.7%	4.6%	5.0%
yoy: pct	-0.1	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3
总投资收益率	6.2%	5.3%	5.9%	5.5%	5.8%
yoy: pct	-0.7	0.1	0.5	0.6	0.4
<b>寿险</b>					
新单保费	1577.0	1939.4	290.4 (个险)	465.5	731.8
yoy: %	-10.5%	7.0%	-26.7%	44.1%	-0.5%
新业务价值	495.8	583.7	178.4	91.8	61.3
yoy: %	-34.7%	-0.6%	-27.5%	-6.1%	9.7%
新业务价值率	33.3%	47.9%	38.9%	19.7%	
yoy: pct	-14.0	2.6	-4.4	-10.6	

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 2：上市险企 2021Q1 寿险指标概览

单位：亿元/%	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险	中国人保
<b>集团</b>					
归母净利润	272.2	285.9	85.5	63.1	100.3
yoy: %	4.5%	67.3%	1.9%	36.0%	42.1%
归母净资产	7721.8	4677.5	2214.2	1037.6	2077.6
yoy: %	11.9%	13.1%	19.1%	18.4%	10.6%
年化ROE	20.0%	24.9%	15.6%	24.6%	19.6%
yoy: pct	4.8	8.0	-2.8	3.0	4.4
净投资收益率	3.5%	4.1%	3.9%		
yoy: pct	-0.1	-0.2	-0.3		
总投资收益率	3.1%	6.4%	4.6%	7.9%	5.8%
yoy: pct	-0.3	1.3	0.1	2.8	1.1
<b>寿险</b>					
新单保费	585.1	1024.5 (估算)	163.4 (个险)	241.6	361.9
yoy: %	15.3%	-6.4%	35.9%	9.6%	-3.9%
新业务价值	189.8				
yoy: %	15.4%	-13.2%			
新业务价值率	33.4%				
yoy: pct	-3.4				

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 3: 上市险企 2020 年产险指标概览

单位: 亿元/%	中国财险	平安财险	太保财险
财险保费	4320.2	2858.5	1477.3
yoy: %	0.1%	5.5%	11.1%
车险保费	2656.5	1961.5	956.7
yoy: %	1.0%	0.9%	2.6%
非车险保费	1663.7	897.0	520.6
yoy: %	-1.4%	17.1%	30.9%
综合成本率	98.9%	99.1%	99.0%
yoy: pct	-0.3	2.7	0.7

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 4: 上市险企 2021Q1 产险指标概览

单位: 亿元/%	中国财险	平安财险	太保财险
财险保费	1355.5	661.7	437.5
yoy: %	6.2%	-8.8%	12.0%
车险保费	575.0	426.4	218.7
yoy: %	-6.7%	-8.8%	-7.0%
非车险保费	780.5	235.4	218.8
yoy: %	18.3%	-8.9%	41.0%
综合成本率	95.7%	95.2%	
yoy: pct	-1.4	-1.3	

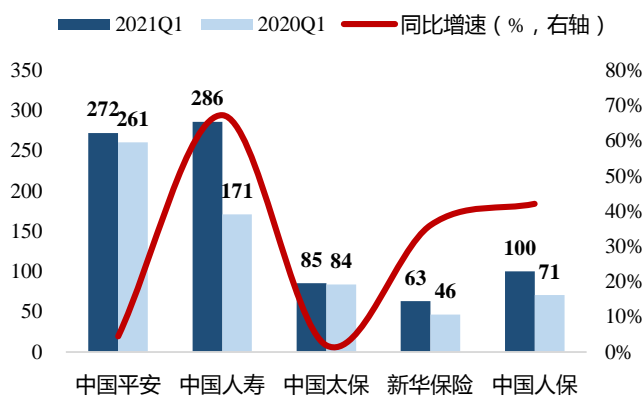
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

### 1.1. 20 年归母净利润整体承压, 21 年一季度边际改善

2020 年上市险企归母净利润均呈现负增长, 合计归母净利润同比-7.4%, 主要系疫情冲击负债端、险企上调准备金计提、及税优政策调整等多重影响所致。2020 年, 上市险企合计实现归母净利润 2523.14 亿元, 同比-7.4%, 其中中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保分别实现归母净利润 1430.99、502.68、245.84、142.94、200.69 亿元, 同比增速分别为-4.2%、-13.8%、-11.4%、-1.8%、-10.4%。具体来看, 业绩均有所承压的主要原因为: 1) 疫情限制代理人与客户线下交流, 代理人展业受阻, 进而压制寿险负债端销售, 大部分险企新单增长乏力, 其中平安、太保新单增速下滑明显, 而国寿、新华因积极布局开门红, 对冲了疫情的不利影响; 2) 因 2020 年 10 年期国债收益率(最低下探至 2.48%)与 750 日移动平均收益率曲线(下降 21 BP)持续下行叠加部分险企调整重疾发生率, 上市险企普遍补提了保险合同准备金, 其中中国寿(385.43 亿元) > 平安(191.41 亿元) > 太保(117.33 亿元) > 新华(116.44 亿元) > 人保(81.86 亿元), 挤压了一定的利润空间; 3) 2019 年险企收手续费及佣金支出的税优政策驱动了险企净利润的高增, 使得 2019 年同期净利润基数较高。在剔除上述非营运项目的波动性影响后, 平安、太保的营运利润分别为 1394.70、311.40 亿元, 同比分别变动+4.9%、+11.7%, 实现稳健增长。

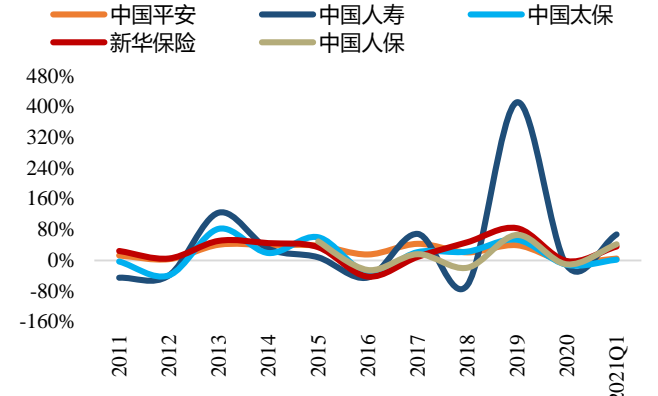
21年一季度上市险企实现合计归母净利润同比+27.6%，逐步恢复至疫情前的2019年水平。2021Q1，上市险企合计实现归母净利润806.98亿元，同比+27.6%，其中中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保分别实现归母净利润272.23、285.89、85.47、63.05、100.34亿元，同比增速分别为+4.5%、+67.3%、+1.9%、+36.0%、+42.1%，主要系一季度投资收益大幅提升拉动及负债端逐渐回暖所致。

图 5：20Q1 与 21Q1 上市险企归母净利润及增速对比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 6：2011~2021Q1 上市险企归母净利润同比增速



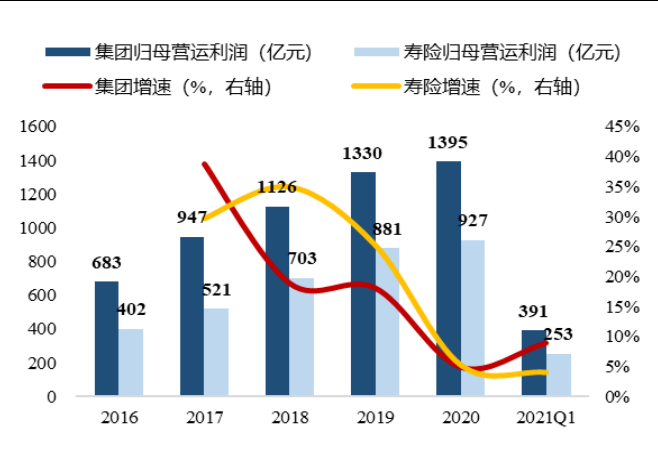
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 7：06~21 十年期国债收益率及 750 日移动平均曲线



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 8：2016~2021Q1 平安归母营运利润及增速



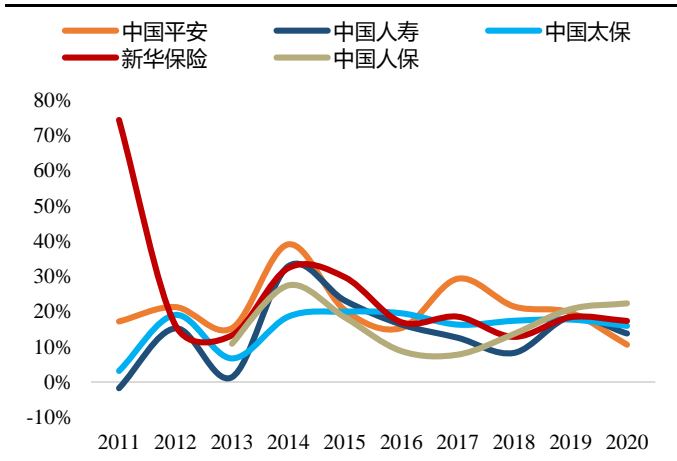
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

## 1.2. 疫情不改内含价值韧性，内含价值健康增长

受疫情影响，上市险企内含价值增速虽有所放缓，仍保持了相对平稳的增长。2020年A股上市险企合计实现内含价值32174.20亿元，同比+13.3%，其中平安、国寿、太保、新华、人保分别实现内含价值13281.12、10721.40、4593.20、2406.04、1172.44亿元，同比增速分别为+10.6%、+13.8%、+16.0%、+17.3%、+22.4%。除人保外的四大险企增速较去年分别下降了9.1、4.7、1.8、1.1pct，主要原因为行业处于渠道转型瓶颈期叠加疫情冲击，新业务价值同比减少，从而导致对内含价值的贡献下降。2019年各大险

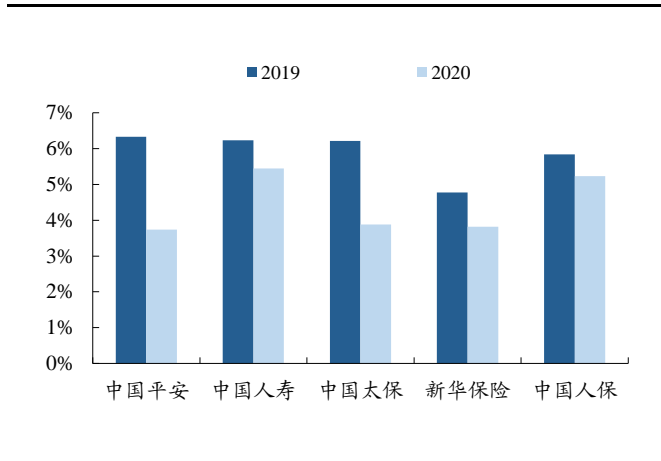
企平均新业务价值贡献内含价值的比重约为 5.9%，而 2020 年仅为 4.4%。得益于 2020 年权益市场的高景气，上市险企投资收益偏差及内含价值的预期回报表现普遍较好，带动了各大险企内含价值向上发展。

图 9: 2011~2020 A 股上市险企内含价值增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 10: 19-20 A 股上市险企 NBV 占内含价值的比重

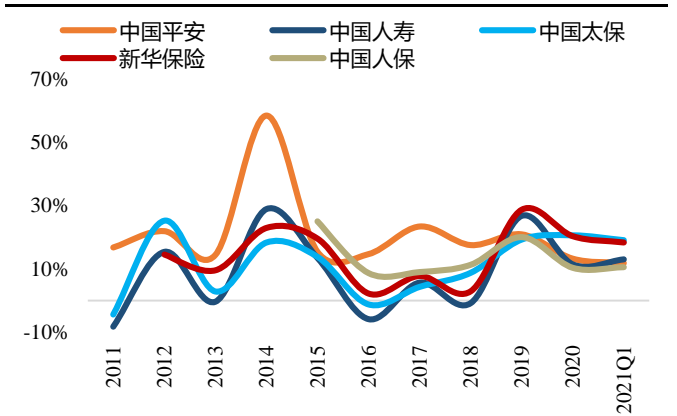


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

### 1.3. 净资产持续向上，增速保持稳定

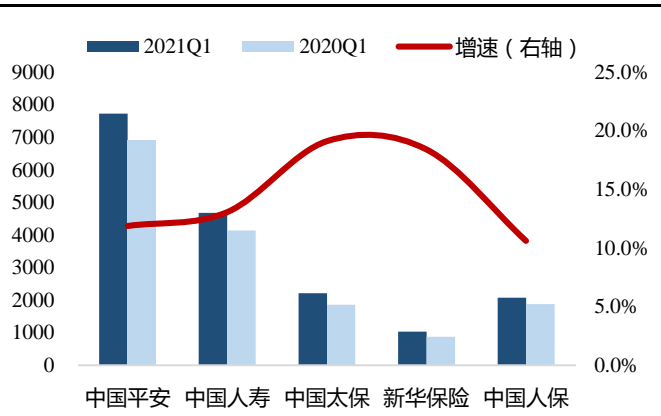
2020 年 A 股上市险企净资产合计 17316.96 亿元，同比+13.7%，其中平安、国寿、太保、新华、人保净资产分别为 7625.60、4500.51、2152.24、1016.67、2021.94 亿元，同比分别变动+13.3%、+11.5%、+20.6%、+20.4%、+10.4%，增速整体较为稳定。2021Q1 平安、国寿、太保、新华、人保净资产同比增速分别为+11.9%、+13.1%、+19.1%、+18.4%、+10.6%，延续了 2020 年的稳健增长态势。

图 11: 2011~2021Q1 A 股上市险企净资产增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 12: 20Q1 vs 21Q1 A 股上市险企净资产概况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

## 2. 寿险：20 年受疫情压制较大，21 年一季度新单保费增速回暖

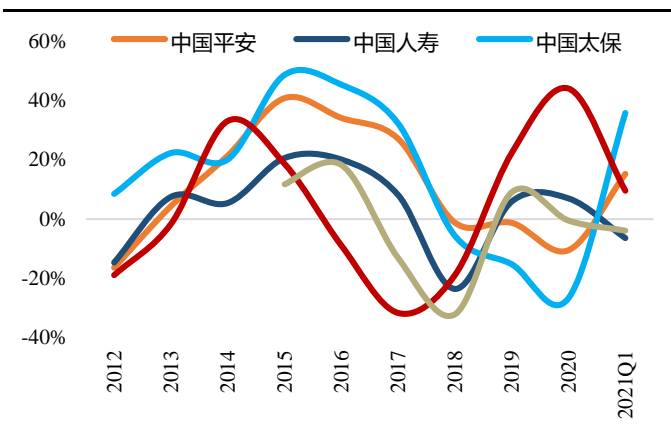
### 2.1. 改革进行时叠加疫情挑战，新单保费增速分化

因各家寿险改革侧重不同，2020 年疫情影响下上市险企寿险新单增速分化。2020 年平安、国寿、新华新单保费收入分别为 1576.98、1939.39、465.47 亿元，同比-10.5%、+7.0%、+44.1%，其中平安、国寿、太保、新华个险渠道的新单保费收入为 994.17、998.38、290.35、210.69 亿元，同比-20.2%、+3.7%、-26.7%、+7.1%，增速分化较为明显。细分来看：1) 新华保险以“资产负债双轮驱动，规模价值全面发展”为主线，大力发展银保渠道，推动公司保费规模实现较快增长。2020 年新华保险银保渠道新单保费 231.6 亿元，同比大幅增长 125.4%。此外，新华保险“以趸促期”拉动业务增长，去年实现银保趸交新单保费 173.60 亿元，同比高增 188.0%，成为总新单保费对冲疫情不利影响，实现同比正增长 44.1%的主要原因。同期，公司个险渠道人力规模的逆势增长叠加提前开启“开门红”，造就了个险渠道新单保费的同比正增长。2) 国寿“开门红”率先布局，在年前即完成预定增长目标，带动新单保费实现较快增长；3) 平安、太保淡化“开门红”效应，叠加持续推进个险渠道转型，更加注重代理人质态提升并进行清虚，全年新单保费负增长。

**2021Q1 上市险企总保费高开低走，新单保费低调复苏。**2021 年 1-2 月上市险企寿险总保费因开门红的高景气及新老重疾产品定义切换带来的短期销售刺激，呈现较高增长与良好的修复态势，同比增速分别为新华(+11.5%)>国寿(+11.4%)>太保(+8.2%)>平安(-2.5%)。因开门红步入尾声叠加市场对于新重疾产品的上线仍处于消化期，3 月保费自然脱力，3 月单月同比增速分别为新华(+3.3%)>太保(-7.5%)>平安(-9.3%)>国寿(-12.4%)。整体来看，2021Q1 平安、国寿、太保、新华寿险总保费收入分别为 1776.00、3238.92、954.17、633.92 亿元，同比增速较 1-2 月有所放缓，分别为新华(+8.8%)>国寿(+5.2%)>太保(+3.9%)>平安(-4.1%)，其中新单保费收入为 585.07、1024.49、163.36(个险)、241.57 亿元，同比+15.3%、-6.4%、+35.9%、+9.6%，复苏态势已现。行业能否延续该复苏态势，仍需紧密关注今年二季度行业渠道增员情况及新重疾产品的市场接受度。

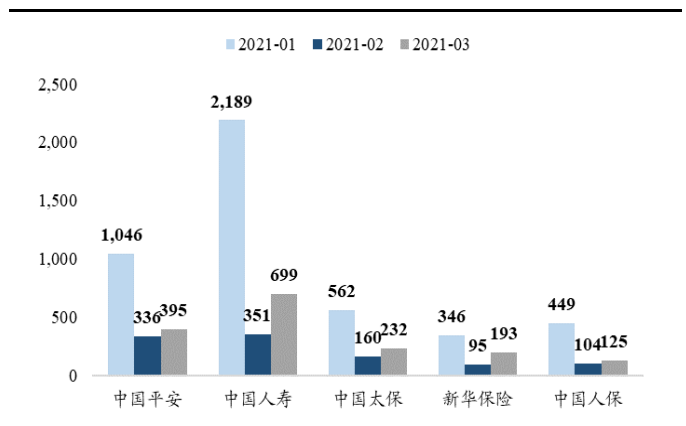


图 13: 2012~2021Q1 上市险企新单保费增速



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 14: 2021 年 1~3 月上市保险公司单月保费 (亿元)



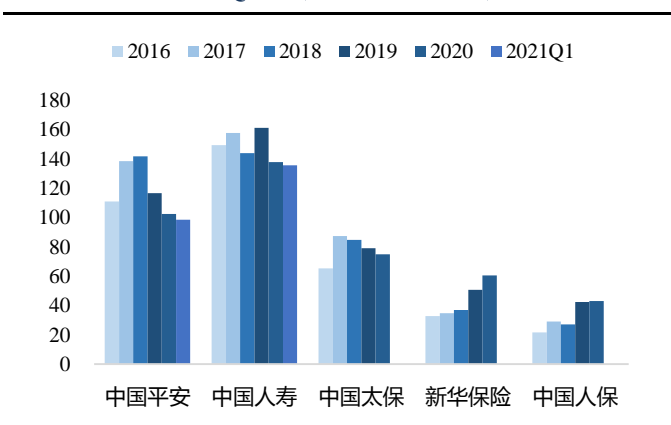
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

## 2.2. 渠道转型瓶颈期, 代理人规模有所缩减

人力规模持续缩减, 各大险企聚焦代理人队伍的质态提升。一方面由于疫情影响代理人线下展业, 代理人收入减少及险企主动清虚提质, 代理人流出有所增加。另一方面由于新消费经济催生的新就业岗位对保险代理人的冲击较大, 代理人增员难度逐步加大。2020 年平安、国寿、太保、新华、人保代理人规模分别为 102.38、137.80、74.90、60.60、42.99 万人, 仅有新华 (+19.5%) 与人保 (+1.6%) 实现了同比正增长, 而平安、国寿、太保代理人增速同比分别下滑-12.3、-14.6、-5.2 pct。

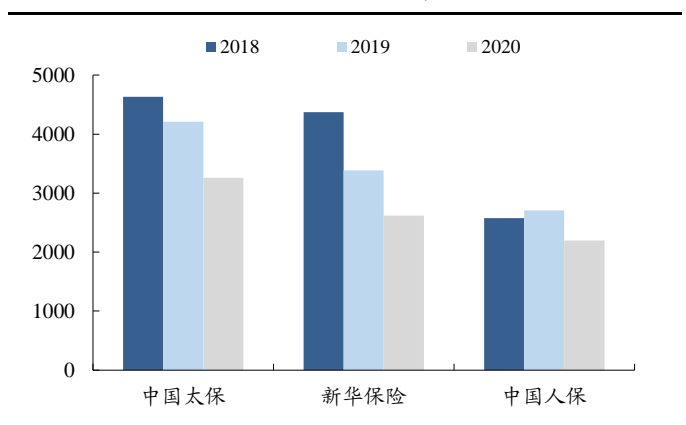
人均产能继续走低, 渠道转型仍需时间。受到疫情影响, 代理人产能整体下降。2020 年太保、新华、人保代理人人均产能分别为 3259、2617、2197 元/月, 同比减少 22.6%、22.7%、18.8%。我们预计未来随着疫情得到修复及各大险企全力支持一线队伍发展的情况下, 未来人均产能有望得到加速释放, 期待新增人力产能释放驱动新单增长。

图 15: 2016~2021Q1 上市险企代理人规模



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 16: 2018~2020 险企代理人人均产能 (元/月)

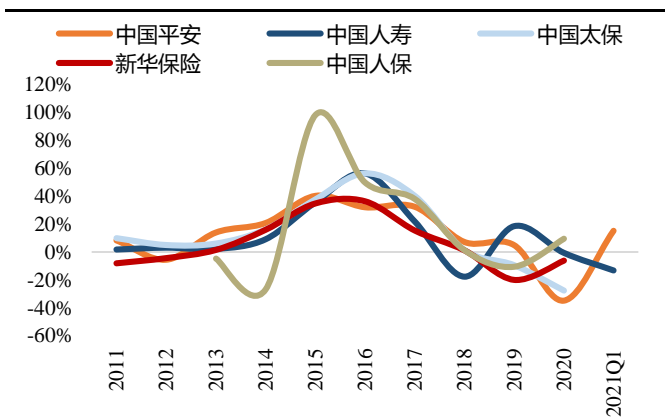


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

## 2.3. 新单规模、NBV Margin 双双下降，拉低新业务价值

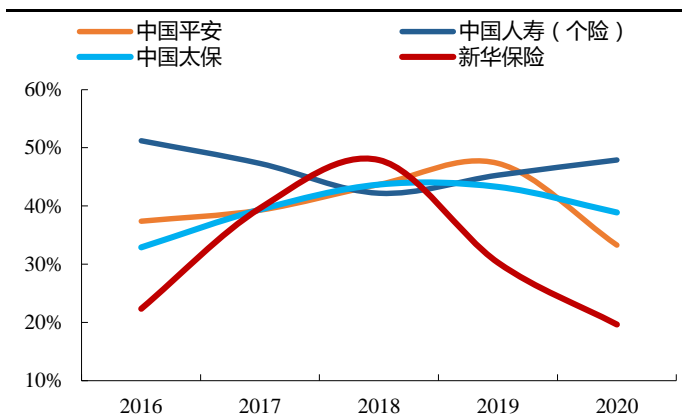
量价齐跌，大部分险企新业务价值承压。因疫情期间代理人无法与客户线下互动交流，各公司主要通过线上方式开展业务，较为复杂的保障型产品（价值率较高）销售受到明显影响，拉低价值率，2020年平安、国寿、太保、新华、人保新业务价值率分别为33.3%、47.9%（个险）、38.9%、19.7%，同比变动-14.0、-1.5、-4.4、-10.6 pct，其中新华NBV Margin下降显著主要系公司“以量补价”，银保趸交渠道重新激活，大量销售价值率较低的储蓄型产品所致。在新单规模同比缩减与价值率下滑双重影响下，部分险企新业务价值有所承压。2020年平安、国寿、太保、新华、人保分别实现新业务价值495.75、583.73、178.41、91.82、61.32亿元，NBV同比增速分别为-34.7%、-0.6%、-27.5%、-6.1%、+9.7%，其中国寿、新华NBV同比增速降幅窄于市场预期，主要原因为“重振国寿”改革增强公司价值创造能力、国寿积极布局2020年开门红所奠定的较高新单基础及新华银保渠道规模的强势扩张对冲业务价值率下滑与疫情不利影响所致。2021年一季度，国寿NBV增速同比-13.2%，主要原因为去年高基数效应叠加21Q1后期新单增长乏力（新单同比-6.4%）。平安实现新业务价值189.80亿元，NBV同比增速为+15.4%，回暖明显。

图 17: 2011~2021Q1 上市保险公司新业务价值增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 18: 2016-2020 四大险企新业务价值率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

## 3. 产险：车险综改导致保费增速放缓，费用率整体下行

### 3.1. 车险增速放缓，非车险驱动产险保费增长

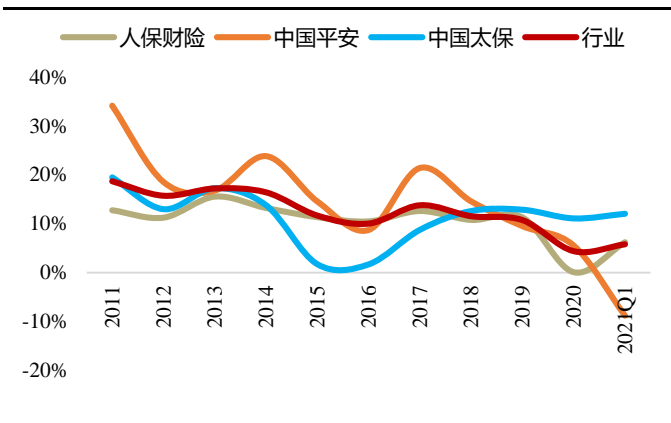
2020年太保财险、平安财险、中国财险保费同比分别+11.10%、+5.51%、+0.07%。

1) 三家上市险企2020年车险保费均有所放缓，太保财险、平安财险、中国财险车险保费同比分别+2.63%、+0.94%、+1.04%。主要原因为受疫情影响，新车销量放缓，及车险综改导致的车均保费大幅下降，车险保费短期承压。2) 太保财险、平安财险非车险保费同比+30.9%、+14.0%，中国财险主动优化机构，信用保证险保费同比下降76.8%。

2021年一季度，太保财险、平安财险、中国财险保费同比分别+12.05%、-8.84%、

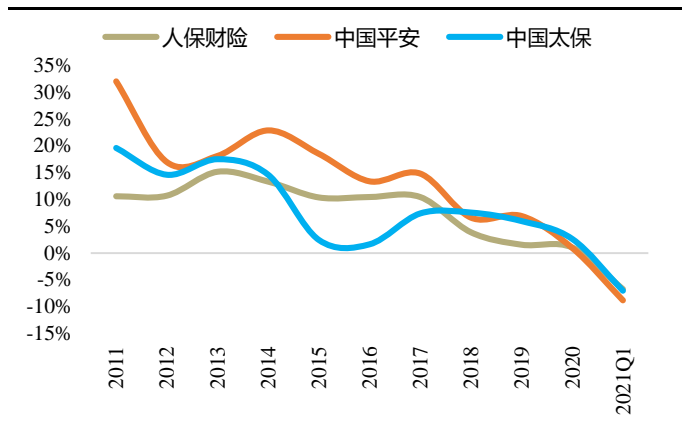
+6.20%。分险种来看，三家上市险企车险保费同比均为负增长，车险占产险占比均有下滑：1) 一季度太保财险、平安财险、中国财险车险保费同比分别-7.04%、-8.83%、-6.74%，主要原因为车险综改后保险费率下降，同时上市险企加强风险筛选，优化客群结构；三季度后车险综改将进入完整年度，届时车险保费增速有望边际改善。一季度太保财险、平安财险、中国财险车险保费占比分别为 49.99%、64.43%、42.42%，较年初均有下降。2) 太保财险、平安财险非车险保费同比+41.0%、-15.8%。中国财险非车险中，信用保证险大幅出清，同比-80.4%，其余险种同比均有增长：企财险+8.4%、意健险+25.4%、农险+24.9%、责任险+19.1%、货运险+21.0%、其他险种+12.6%。

图 19: 2011~2021Q1 上市财险公司/行业财险保费增速



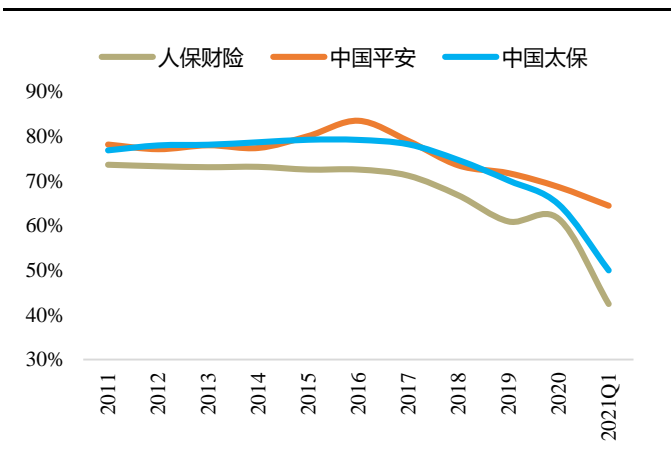
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 20: 2011~2021Q1 上市财险公司车险保费增速



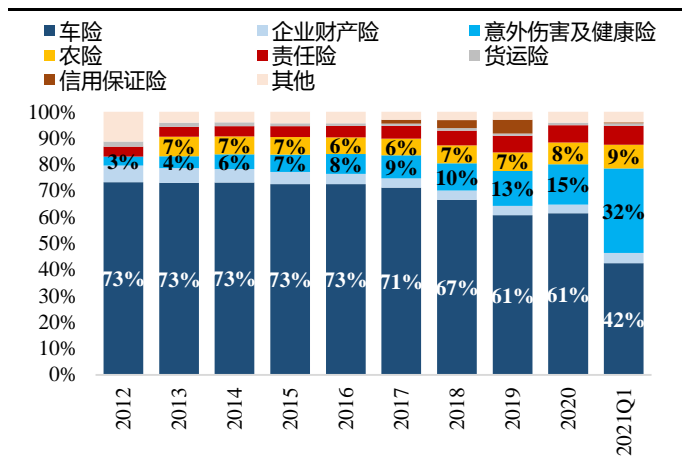
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 21: 2011~2021Q1 上市险企车险保费占比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 22: 2012~2021Q1 中国财险险种结构



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

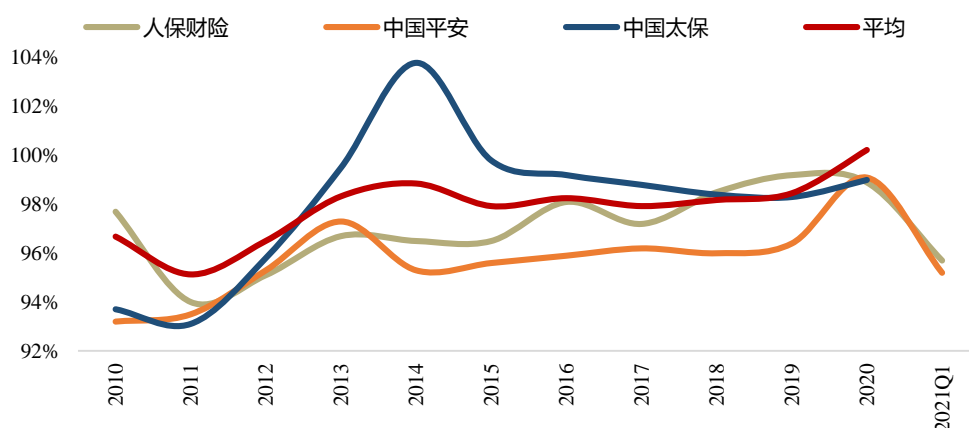
### 3.2. 费用率整体下滑，赔付率略微提升，综合成本率有所分化

2020 年太保财险、平安财险、中国财险综合成本率分别为 99.0% (同比+0.7pct)、99.1% (同比+2.7pct)、98.9% (同比-0.3pct)，赔付率分别为 61.4% (同比+1.2pct)、60.5% (同比+2.8pct)、66.2% (同比持平)，费用率分别为 37.6% (同比-0.5pct)、38.6% (同

比-0.5pct)、32.7% (同比-0.3pct)。从成本结构来看,上市险企均出现赔付率上升、费用率下降趋势,预计主要为疫情影响下部分业务赔付压力提升,且保险公司主动压缩费用成本所致。人保财险积极深化改革,调整业务结构,而赔付率保持稳定预计公司积极提取保险准备金用以平滑赔付率,预计未来有望降低赔付率水平。

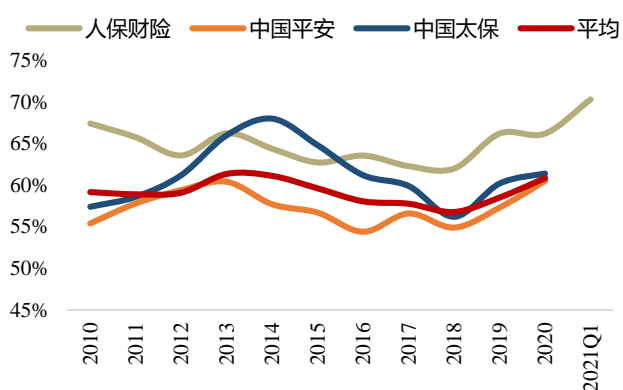
2021年一季度平安财险、人保财险综合成本率分别为95.2%、95.7%,较去年同期分别-1.3pct、-1.4pct。综合成本率均有所下降。人保财险全面落实“卓越保险战略”,顺应车险综改,优化业务结构和资源配置,一季度赔付率70.3% (同比+4.0pct)、费用率25.4% (同比-5.4pct)。

图 23: 2010~2021Q1 上市险企综合成本率



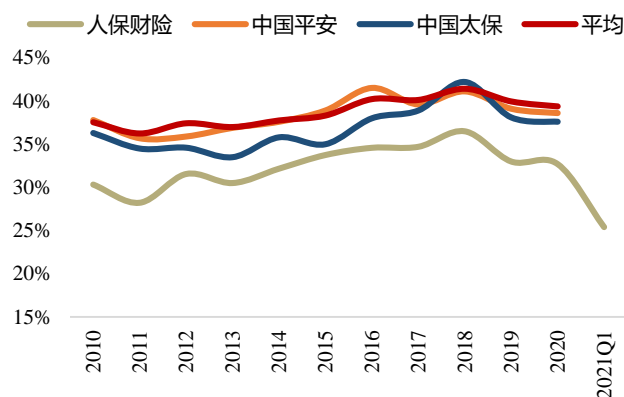
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 24: 2010~2021Q1 上市险企赔付率



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 25: 2010~2021Q1 上市险企费用率



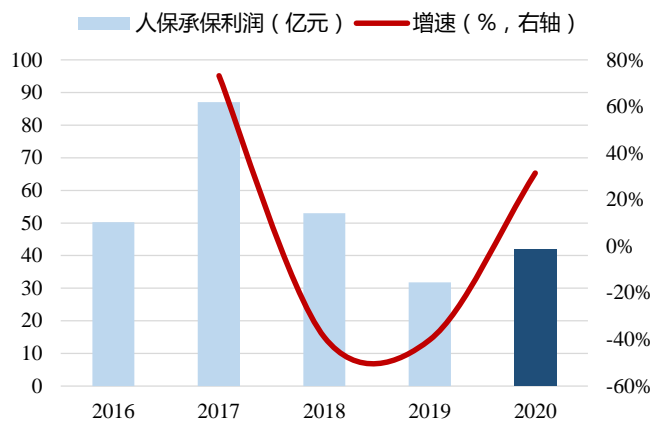
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

### 3.3. 承保端处于上升期, 财险承保利润仍未触顶

2020年人保财险、中国太保财险承保利润分别为41.77亿元(同比+31.48%)、18.49亿元(同比+8.70%)。其中人保财险在承保端不断优化业务结构,持续优化车险风险定

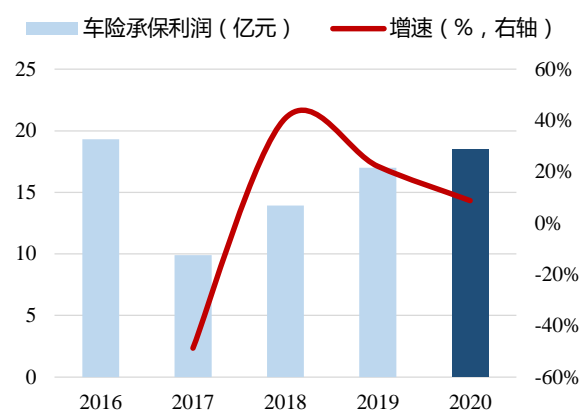
价模型，提高精准定价力，预计在车险综改的背景下能够进一步提升盈利空间。

图 26: 2016~2020 人保财险承保利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 27: 2016~2020 太保车险承保利润

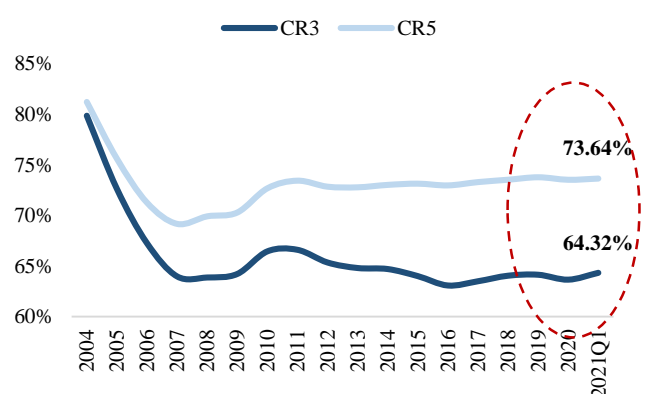


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.4 大型上市险企市占率提升，车险费改趋势下将长期受益竞争格局优化。

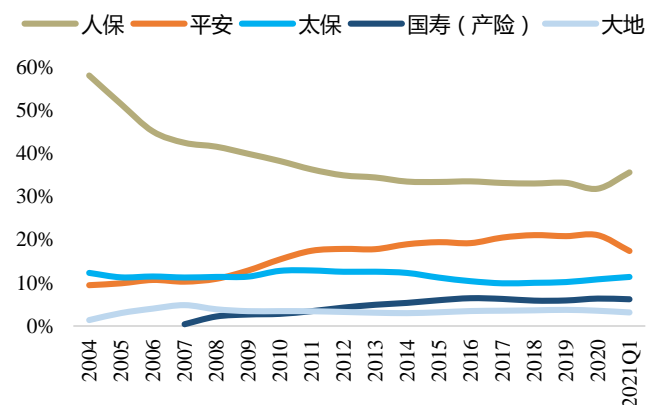
2021 年一季度财险行业 CR3、CR5 均有提升，较 2020 年末分别+0.67pct 至 64.32%、+0.12pct 至 73.64%，原因为车险综改影响下大型财险公司所具备的规模及渠道优势显著，小型公司在综改背景下加速出清。其中太保财险、平安财险、中国财险市场份额分别为 11.37%、17.37%、35.59%，较 2020 年末分别+0.57pct、-3.67pct、+3.79pct。长期来看，车险综改后市场竞争更加激烈，我们预计中小公司在压力下可能逐步退出市场，而龙头险企将凭借数据优势进行精准化定价，打造差异化服务，在线上化高效率背景下继续提高市场份额。

图 28: 2004~2020Q1 财险行业 CR3 和 CR5



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 29: 2004~2021Q1 财险行业 CR5 市场份额



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 4. 资产端：权益向好推动投资收益率提升，非标配置占比下降

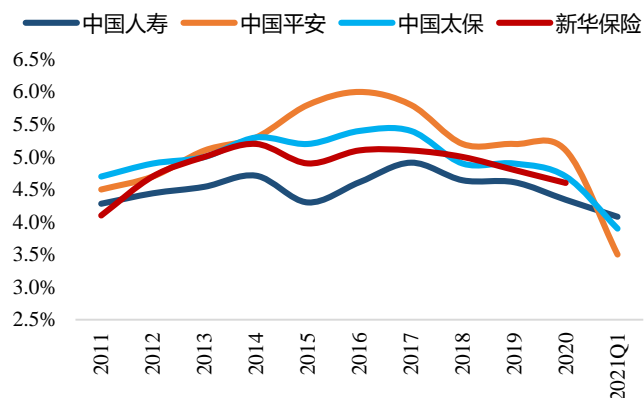
### 4.1. 利率下行影响净投资收益率，权益市场向好助力总投资收益

2020 年上市险企净投资收益率均有所下滑，主要原因为 2020 年受疫情冲击长端利率，十年期国债收益率一度下探至 2.48%。虽然利率随经济修复而逐渐恢复，全年净投资收益率仍整体下行。2020 年平安、国寿、太保、人保、新华净投资收益率分别为 5.10%（同比-0.1pct）、4.34%（同比-0.27pct）、4.70%（同比-0.2pct）、5.00%（同比-0.3pct）、4.60%（同比-0.2pct）。

受益于资本市场上行，2020 年权益市场整体向好，推动上市险企总投资收益率整体向上，2020 年平安、国寿、太保、人保、新华总投资收益率分别为 6.20%（同比-0.7pct）、5.30%（同比+0.07pct）、5.90%（同比+0.5pct）、5.80%（同比+0.4pct）、5.50%（同比+0.6pct）。

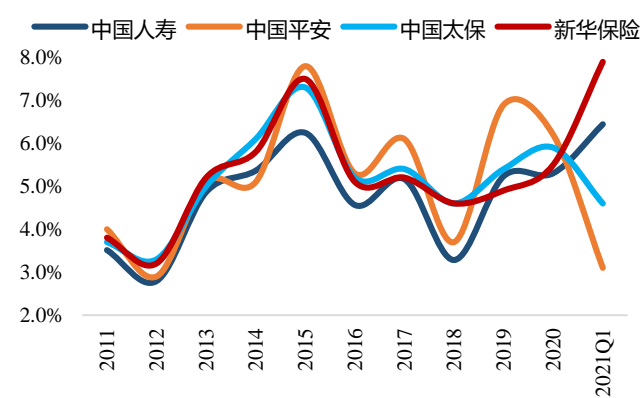
2021 年一季度权益市场继续发力，上市险企总投资收益率同比有所上升。一季度平安、国寿、太保、人保、新华总投资收益率分别为 3.10%（同比-0.3pct）、6.44%（同比+1.31pct）、4.60%（同比+0.1pct）、5.80%（同比+1.1pct）、7.90%（同比+2.8pct），2021 年一季度平安、国寿、太保、人保、新华账面总投资收益分别为 138.84 亿元（同比+474.4%）、632.00 亿元（同比+45.9%）、273.03 亿元（同比+37.1%）、149.65 亿元（同比+37.2%）、108.46 亿元（同比+75.2%）。除中国平安受去年同期超低基数影响导致高增外，其余上市险企投资收益均实现平稳增长。

图 30：2011~2021Q1 上市险企净投资收益率



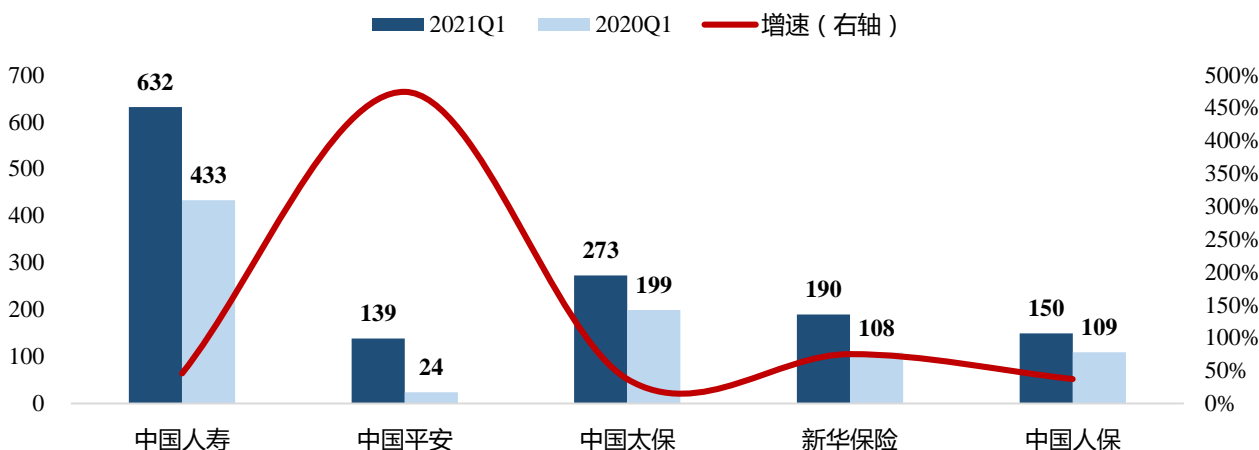
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 31：2011~2021Q1 上市险企总投资收益率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 32: 2021Q1 上市险企账面总投资收益及同比增速

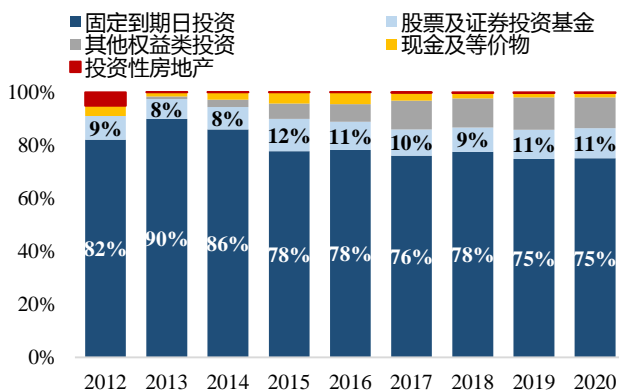


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

#### 4.2. 投资资产配置结构不断优化, 加大权益类占比

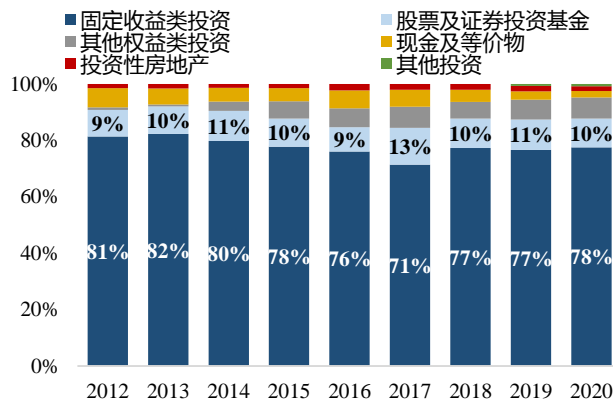
在以固收为主的配置原则下, 随着权益市场向好趋势, 各家险企逐步加配权益类投资, 2020 年平安、国寿、太保、人保、新华核心权益比重分别为 10.22% (同比-0.53pct)、11.34% (同比+0.29pct)、11.37% (同比+1.84pct)、13.04% (同比+1.71pct)、14.62% (同比+2.45pct)。除平安受制于部分重仓资产的重跌, 其余各家核心权益比重均有提升。

图 33: 2012~2020 中国人寿投资资产配置



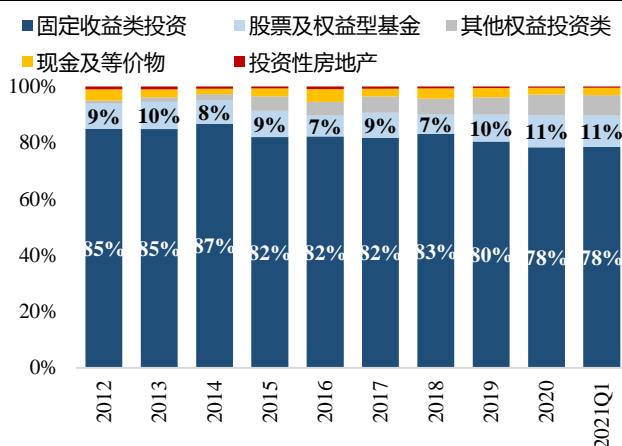
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 34: 2012~2020 中国平安投资资产配置



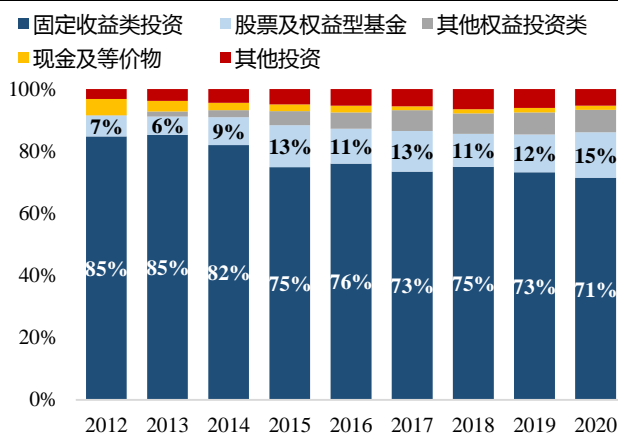
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 35: 2012~2021Q1 中国太保投资资产配置



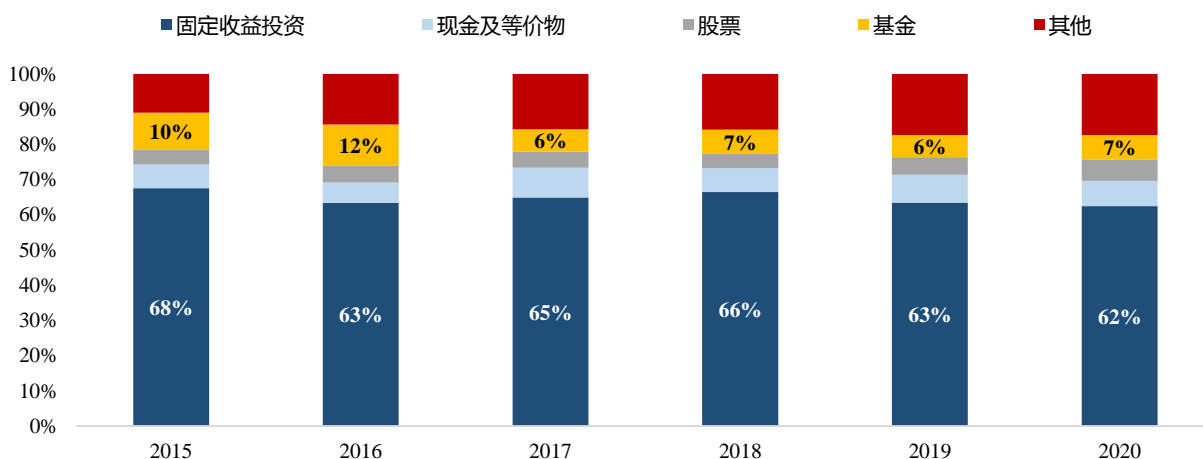
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 36: 2012~2020 新华保险投资资产配置



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 37: 2015~2020 中国人保投资资产配置



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

## 5. 投资建议

基本面角度, **寿险方面**, 受疫情冲击, 上市险企 2020 年全年负债端新单保费和价值增长均受压制, 业绩承压, 但从今年一季度保费数据来看, 负债端较去年有所改善, 逐步回暖。今年 3 月以来在开门红步入尾声、新重疾产品进入消化期、代理人缺口持续扩大等多重因素影响下, 新单保费增长乏力, 行业负债端再次面临压力。在此背景下, 中短期行业能否延续复苏态势需着重观察二季度行业代理人增员情况及新重疾产品的市场接受度。长期来看, 需求端居民保险保障意识将有所提升, 行业整体增长趋势(尤其是保障型产品需求增长趋势)没有发生实质性变化, 仍然看好行业长期增长路径和空间; 供给端各家险企深入推进寿险改革, 一方面聚焦代理人队伍的质态提升, 从而释放人均产能; 另一方面则不断升级服务, 构建多元化产业布局, 从而解决现有的供给矛盾。

**财险方面**, 车险综改虽短期对车险保费有所冲击, 但远好于市场预期。随着综改尘埃落



定，行业竞争格局将全面得到优化，部分中小财险公司或将退出车险市场，而龙头险企将深度受益，进一步强化规模、渠道、品牌优势，打造竞争壁垒。估值角度，短期负面因素压制保险股估值，目前处于估值低位，长期配置价值显著，维持“增持”评级。个股层面，重点推荐产品结构和渠道实力为行业最优秀代表之一的**中国财险、中国平安、中国太保**。

图 38: 上市保险公司估值表 (以 2021 年 5 月 7 日股价计)

公司名称	股价	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E
		<b>EVPS</b>					<b>1Yr VNB</b>				
中国人寿		33.33	37.93	42.54	47.92	54.20	2.08	2.07	1.92	2.12	2.34
中国平安		65.67	72.65	84.94	94.79	104.95	4.15	2.71	3.14	3.74	4.41
中国太保		41.16	47.74	54.43	62.54	71.74	2.56	1.85	2.07	2.37	2.72
新华保险		65.73	77.13	86.84	97.65	109.73	3.13	2.94	3.32	3.76	4.33
		<b>P/EV</b>					<b>VNBX</b>				
中国人寿 A	<b>32.61</b>	0.98	0.86	0.77	0.68	0.60	15.70	15.79	16.99	15.35	13.91
中国平安 A	<b>70.10</b>	1.07	0.96	0.83	0.74	0.67	16.87	25.85	22.33	18.73	15.90
中国太保 A	<b>32.27</b>	0.78	0.68	0.59	0.52	0.45	12.62	17.40	15.62	13.62	11.84
新华保险 A	<b>47.76</b>	0.73	0.62	0.55	0.49	0.44	15.24	16.23	14.41	12.71	11.03
平均		<b>0.89</b>	<b>0.78</b>	<b>0.68</b>	<b>0.61</b>	<b>0.54</b>	<b>15.11</b>	<b>18.82</b>	<b>17.34</b>	<b>15.10</b>	<b>13.17</b>
中国人寿 H	<b>15.92</b>	0.40	0.35	0.31	0.28	0.24	6.38	6.42	6.90	6.24	5.65
中国平安 H	<b>81.60</b>	1.03	0.93	0.80	0.72	0.65	16.35	25.04	21.63	18.15	15.41
中国太保 H	<b>27.75</b>	0.56	0.48	0.42	0.37	0.32	9.03	12.45	11.18	9.75	8.48
新华保险 H	<b>30.10</b>	0.38	0.32	0.29	0.26	0.23	7.99	8.51	7.56	6.67	5.79
平均		<b>0.53</b>	<b>0.48</b>	<b>0.46</b>	<b>0.40</b>	<b>0.36</b>	<b>8.57</b>	<b>10.99</b>	<b>11.82</b>	<b>10.20</b>	<b>8.83</b>
		<b>EPS</b>					<b>BVPS</b>				
中国人寿		2.06	1.78	1.97	2.27	2.69	14.29	15.92	17.59	19.52	21.79
中国平安		8.17	8.72	9.43	11.02	13.03	36.82	41.71	49.76	57.29	66.00
中国太保		2.88	2.56	2.78	3.05	3.42	18.55	22.37	24.05	25.82	27.83
新华保险		4.67	4.58	4.99	5.75	7.21	27.07	32.59	36.45	40.97	46.74
		<b>P/E</b>					<b>P/B</b>				
中国人寿 A	<b>32.61</b>	15.81	18.34	16.55	14.35	12.12	2.28	2.05	1.85	1.67	1.50
中国平安 A	<b>70.10</b>	8.58	8.04	7.43	6.36	5.38	1.90	1.68	1.41	1.22	1.06
中国太保 A	<b>32.27</b>	11.19	12.63	11.59	10.58	9.42	1.74	1.44	1.34	1.25	1.16
新华保险 A	<b>47.76</b>	10.23	10.42	9.57	8.31	6.63	1.76	1.47	1.31	1.17	1.02
平均		<b>11.45</b>	<b>12.36</b>	<b>11.29</b>	<b>9.90</b>	<b>8.39</b>	<b>1.92</b>	<b>1.66</b>	<b>1.48</b>	<b>1.33</b>	<b>1.19</b>
中国人寿 H	<b>15.92</b>	6.43	7.45	6.73	5.83	4.92	0.93	0.83	0.75	0.68	0.61
中国平安 H	<b>81.60</b>	8.31	7.79	7.20	6.16	5.21	1.84	1.63	1.36	1.19	1.03
中国太保 H	<b>27.75</b>	8.01	9.04	8.30	7.57	6.74	1.25	1.03	0.96	0.89	0.83
新华保险 H	<b>30.10</b>	5.37	5.47	5.02	4.36	3.48	0.93	0.77	0.69	0.61	0.54
平均		<b>6.31</b>	<b>6.50</b>	<b>6.81</b>	<b>5.98</b>	<b>5.09</b>	<b>1.13</b>	<b>0.99</b>	<b>0.94</b>	<b>0.84</b>	<b>0.75</b>
		<b>EPS</b>					<b>BVPS</b>				
中国人保		0.51	0.45	0.46	0.49	0.53	4.14	4.57	5.01	5.45	5.95
中国财险		1.09	0.94	0.95	0.99	1.05	7.64	8.43	9.10	9.84	10.68
		<b>P/E</b>					<b>P/B</b>				
中国人保 A	<b>6.04</b>	11.92	13.31	13.01	12.33	11.30	1.46	1.32	1.21	1.11	1.02
中国财险 H	<b>7.75</b>	5.91	6.88	6.76	6.50	6.13	0.84	0.77	0.71	0.66	0.60
中国人民保险集团 H	<b>2.73</b>	4.49	5.01	4.89	4.64	4.25	0.55	0.50	0.45	0.42	0.38

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

备注: 其中 A 股公司股价单位统一为人民币, 港股 (H 股) 公司股价单位统一为港元且估值数据统一按照 1 港元=0.8323 元人民币汇率计算

## 6. 风险提示

1) **寿险新单保费持续下滑**: 如果保障型保单后续销售不力, 将影响寿险业务成长预期及 NBV、EV 增速预期;

2) **长端利率超预期下行**: 长端利率下行会导致保险公司利差收窄, 影响盈利能力及未来投资收益率。

3) **股市波动导致投资收益下滑**: 股市波动会对保险公司净利润及 EV 增长造成负面冲击。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

