

# 保险

证券研究报告

2021年05月09日

## 2021Q1 投资端差异带来保险公司利润表现分化，寿险负债端回暖，财险综合成本率下降优于预期

1、利润：2021Q1 平安、人保、太保、新华、人保归母净利润分别同比+4.5%、+67.3%、+1.9%、+36.0%、+42.1%，我们判断增速差异主要由投资端表现分化带来。平安 2021Q1 集团归母净利润同比+8.9%，华夏幸福相关投资资产计提的减值及估值调整对税后归母净利润影响 29 亿；寿险及健康险业务同比+4.0%，同比增速较低预计与 2020 年新业务价值增速大幅放缓以及营运偏差恶化导致。

1) 投资情况：①国寿净投资收益率表现优于其他公司。2021Q1 平安、人保、太保净投资收益率分别为 3.50%、4.08%、3.90%，分别同比-0.10pct、-0.21pct、-0.30pct，净投资收益率同比均有所下降，预计源于前期长端利率下行导致存量固收资产到期收益率降低。②新华和国寿总投资收益率表现亮眼，主要得益于兑现了大量浮盈，贡献了买卖价差收益。2021Q1 平安、人保、太保、新华总投资收益率分别为 3.10%、6.44%、4.60%、7.90%，分别同比-0.30pct、+1.31pct、+0.10pct、+2.80pct。平安总投资收益率最低，一方面，由于对华夏幸福相关投资资产进行减值计提及估值调整，减值总金额为 182 亿元。另一方面，FVTPL 资产公允价值变动损益为-41 亿。③国寿综合投资收益率表现优于其他公司。考虑可供出售金融资产的浮盈浮亏，国寿、太保、新华的综合投资收益率分别为 4.80%、4.08%、3.37%，分别同比+1.29pct、-0.15pct、-0.42pct。

2) 退保金均大幅增长。平安、人保、太保、新华的退保金分别同比+89.0%、+59.0%、+124.3%、+89.2%。我们预计可能由于代理人脱落导致的部分自保件退保所致。

2、寿险：我们预计除国寿外，2021Q1 的 NBV 均实现同比正增，得益于低基数、积极的开门红策略以及重疾定义切换。2021Q1 平安寿险 NBV 同比增速为+15.4%，由新单保费同比+23.1%驱动。国寿 NBV 同比-13.2%，主要由于 2019、2020 年连续两年高增长累积了高基数，并且代理人规模同比下滑，且各公司均提前开启开门红预收，加剧了竞争。

2021Q1 除国寿、人保外，其他公司新单保费均实现正增长，其中太保、平安增速领先。1) 2021Q1，平安、国寿、新华、人保新单保费分别同比+23.1%、-6.4%、+9.6%、-3.9%，太保、新华代理人渠道新单分别同比+35.9%、+9.9%。代理人队伍受疫情影响的程度和持久度超预期，影响延续至今，代理人规模持续下滑。截至 2021 年 3 月末，平安、国寿代理人规模分别为 98.6 万人、128.2 万人，较年初分别下滑 3.7%、7.0%，平安代理人同比下滑 12.9%。

3、财险：财险保费平稳增长，由非车险增长驱动。1) 2021Q1 行业保费收入同比+5.8%，人保、平安、太保财险保费收入分别同比+6.2%、-8.8%、+12.0%。保费增速差异主要由非车险增长带来。2) 车险综合改革导致车险保费负增长，行业车险保费同比-6.2%，人保、平安、太保车险保费收入分别同比-6.7%、-8.8%、-7.0%。3) 行业非车险保费同比+19.8%，人保、平安、太保非车险保费分别同比+18.3%、-8.8%、+41.0%，非车险保费占比分别为 57.6%、35.6%、50.0%。平安非车险保费低增长预计与主动压缩信保业务有关。

上市财险公司综合成本率下降，我们预计主要由于信用保证险赔付率改善、车险费用率下降带来。2021 年 1 季度，人保、平安财险综合成本率分别为 95.7%、95.2%，分别同比下降 1.4pct、1.3pct；其中，人保财险的费用率同比-5.4pct 至 25.4%，主要由手续费支出同比-26.2%带来；赔付率同比+4.0pct 至 70.3%，主要由于车险综合改革带来车险赔付率提高，且去年疫情期间车险的出险率较低。我们预计车险综合改革带来车险赔付率的提升，费用率的下降，整体车险综合成本率有所提升。人保车险综合成本率 94.6%，其中，赔付率 68.9%，同比+9.5pct，费用率 25.7%，同比-9.1pct。财务口径的综合成本率还未完全反映车险综改的影响，后续将逐月提升，但预计头部公司仍能实现承保盈利。长期来看，车险改革相对利好头部公司。

风险提示：代理人规模下滑超预期；保障型产品销售不及预期；综合成本率提升超预期

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

夏昌盛 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518110003  
xiachangsheng@tfzq.com

舒思勤 联系人  
shusiqin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《保险-行业专题研究:2020 年投资端表现亮眼，负债端受疫情冲击的程度和持续性超出预期，短期承压不改长期向好趋势》 2021-04-06
- 2 《保险-行业点评：“轻松互助”关停，行业格局利好众安在线与大型保险公司》 2021-03-25
- 3 《保险-行业投资策略-保险行业：2021，战歌起!!》 2021-02-26

**投资建议：寿险方面，我们判断 2 季度 NBV 增长面临一定的压力，主要来源于：1) 去年 3-4 月份因疫情原因，各家保险公司推动线上增员，导致了上半年的代理人高基数，目前代理人与去年同期相比缺口较大。2) 我们判断，1 月重疾险停售带来的透支效应可能影响了 3-4 月保费。3) 对于销售行为的监管趋严。我们预计透支效应即将结束，随着销售队伍的修复及基数降低，后续 NBV 同比增速将较 2 季度环比改善。长期来看，我们判断，行业进入转型震荡期，需关注改革转型的进展。**渠道方面，“增员驱动”的业务模式受到挑战，需通过优质的增员、扎实的培训、以及资源投入的引导来培育绩优代理人，扩大绩优代理人的规模和占比。产品方面，国内重疾险市场已经完成了“从 0 到 1”的跨越，过渡到“从 1 到多”的时代，未来制胜三个关键点是专业化的咨询服务、定制化产品、差异化服务。**分公司来看，平安、太保的转型中具有先发优势：**一方面，公司目前将资源向绩优代理人倾斜，引导队伍结构优化；另一方面，通过构建差异化的服务体系，提升“产品+服务”组合的竞争壁垒。**友邦在中国大陆的经营区域拓展加速，并通过“定制化的产品+优质的健康医疗服务+专业代理人”打造差异化的内容平台，将是友邦集团未来增长的核心驱动力。**

**财险方面，短期来看，财务口径车险综合成本率后续将持续提升，但预计头部公司全年将保持承保盈利，非车险中，信用保证险有望大幅减亏。长期来看，头部公司有望在车险综合改革中持续承保盈利，保费和承保利润的市占率将提升。**对于财险标的市场存在 3 个预期差：1) 新车销量回暖+投保率提升，车险保费降幅小于车均。2) 费用率下降程度超市场预期，龙头优势凸显。3) 龙头 COR 预计大幅优于行业，凭借着品牌优势、定价优势、数据优势、承保优势，后续市占率有望提升，车险市场寡头垄断有望进一步深化。

截至 5 月 6 日，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的 2021PEV 分别为 0.87、0.77、0.62、0.56 倍，中国太平、友邦保险的 2021PEV 分别为 0.23、2.16 倍。A 股保险公司处于估值低位，后续随着负债端的改善，估值将开始向上，建议左侧布局。推荐：友邦保险、中国太保、中国平安。中国财险 H 2021PB 为 0.71 倍，估值低位，主要来源对车险改革后综合成本率的悲观预期，1 季度数据已初步验证人保的承保盈利性，随着人保的承保盈利预期不断修正，我们判断，估值将有望修复到 1 倍以上的水平。

## 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
601601.SH	中国太保	32.27	买入	2.63	2.96	3.43	4.09	12.27	10.90	9.41	7.89
601318.SH	中国平安	70.10	买入	7.83	8.19	10.25	11.42	8.95	8.56	6.84	6.14
01299.HK	友邦保险	101.50(港元)	买入	0.48	0.54	0.61	0.70	27.34	24.25	21.40	18.75
02328.HK	中国财险	7.75(港元)	买入		1.10	1.26	1.40		7.05	6.15	5.54

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS，友邦 EPS 单位为美元

## 内容目录

1. Q1 净利润合计同比+27.6%，投资端表现的差异带来利润增速分化.....	4
2. 寿险：2021Q1 负债端整体回暖.....	6
3. 财险：车险综合改革拉低保费增速，综合成本率下降.....	7
4. 后续展望及投资建议.....	8
4.1. 寿险.....	8
4.2. 财险.....	9
4.3. 投资建议.....	10

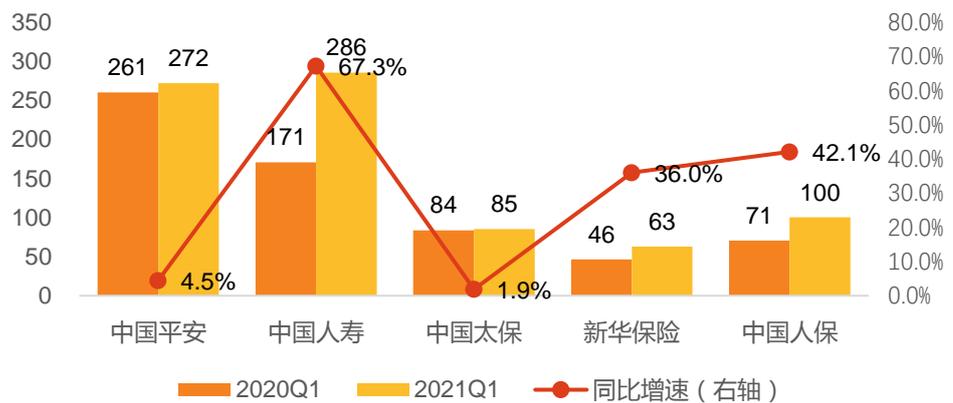
## 图表目录

图 1：上市保险公司 1 季度归母净利润（单位：亿元）.....	4
图 2：账面总投资收益（投资收益+公允价值变动损益-资产减值损失）单位：亿元.....	4
图 3：退保金（单位：亿元）.....	5
图 4：上市保险公司归母净资产（单位：亿元）.....	6
图 5：上市保险公司其他综合收益（单位：亿元）.....	6
图 6：上市保险公司 2021Q1 新单保费（单位：亿元）.....	6
图 7：上市保险公司 2021Q1 首年期交保费（单位：亿元）.....	7
图 8：上市保险公司 2021Q1 十年期及以上期交保费（单位：亿元）.....	7
图 9：2014-2021Q1 上市保险公司代理人规模（单位：万人）.....	7
图 10：财险保费、车险及非车险保费增速.....	8
图 11：非车险保费占比.....	8
图 12：平安财险和人保财险的综合成本率.....	8
图 13：人保财险综合成本率的构成.....	8
图 14：中国财险 PB 估值与 ROE.....	10
表 1：上市保险公司 2021Q1 总投资、净投资、综合投资收益率.....	5
表 2：平安集团及平安寿险业务营运利润.....	5
表 3：保险公司 PEV 估值表（截至 2021 年 5 月 6 日）.....	10

## 1. Q1 净利润合计同比+27.6%，投资端表现的差异带来利润增速分化

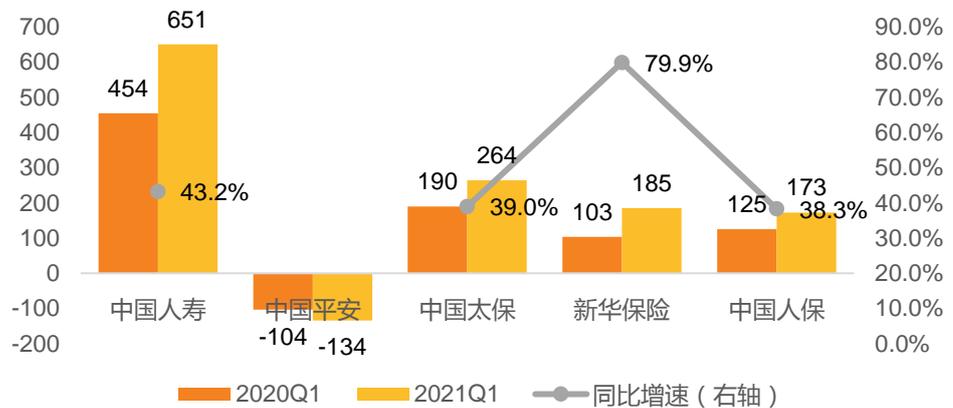
2021年1季度，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保分别实现归母净利润272亿元、286亿元、85亿元、63亿元、100亿元，分别同比+4.5%、+67.3%、+1.9%、+36.0%、+42.1%，归母净利润增速显著分化，我们判断主要原因为投资端表现分化。从账面总投资收益来看，国寿、太保、新华、人保分别同比+43.2%、+39.0%、+79.9%、+38.3%，增速较快主要由于抓住市场高点兑现了部分浮盈。平安的总投资收益为-134亿元，一方面，由于对华夏幸福相关投资资产进行减值计提及估值调整，减值总金额为182亿元。该减值对税后归母净利润影响金额为100亿元。另一方面，FVTPL资产公允价值变动损益为-41亿。

图1：上市保险公司1季度归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图2：账面总投资收益（投资收益+公允价值变动损益-资产减值损失）单位：亿元



资料来源：公司财报，天风证券研究所

**国寿净投资收益率表现优于其他公司。**2021Q1 中国平安、中国人寿、中国太保净投资收益率分别为3.50%、4.08%、3.90%，分别同比-0.10pct、-0.21pct、-0.30pct，净投资收益率同比均有所下降，预计源于前期长端利率下行导致存量固收资产到期收益率降低。

**新华和国寿总投资收益率表现亮眼，主要得益于兑现了大量浮盈，贡献了买卖价差收益。**2021Q1 中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险总投资收益率分别为3.10%、6.44%、4.60%、7.90%，分别同比-0.30pct、+1.31pct、+0.10pct、+2.80pct。

**国寿综合投资收益率表现优于其他公司。**考虑可供出售金融资产的浮盈浮亏，我们测算出国寿、太保、新华的综合投资收益率分别为4.80%、4.08%、3.37%，分别同比+1.29pct、-0.15pct、

-0.42pct。

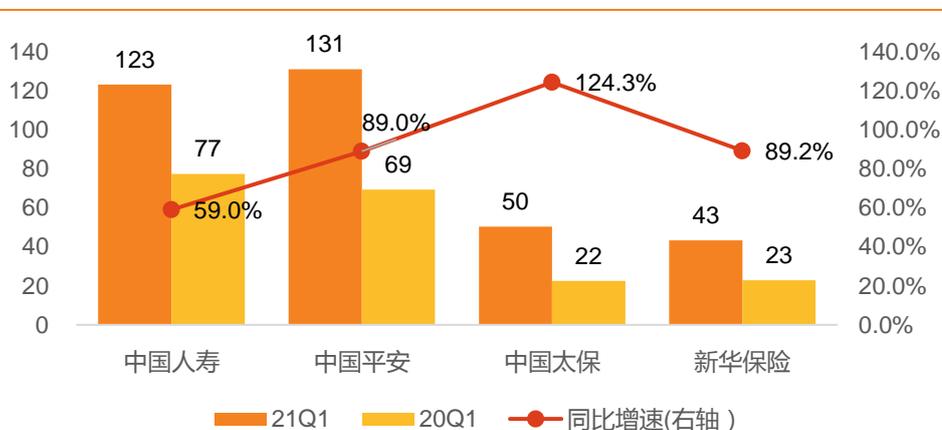
表 1: 上市保险公司 2021Q1 总投资、净投资、综合投资收益率

	净投资收益率	同比变动	总投资收益率	同比变动	综合投资收益率 (估算值)	同比变动
中国人寿	4.08%	-0.21%	6.44%	1.31%	4.80%	1.29%
中国平安	3.50%	-0.10%	3.10%	-0.30%	/	/
中国太保	3.90%	-0.30%	4.60%	0.10%	4.08%	-0.15%
新华保险	/	/	7.90%	2.80%	3.37%	-0.42%

资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

值得注意的是, 各公司营业支出中退保金均大幅增加, 中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的退保金分别同比+89.0%、+59.0%、+124.3%、+89.2%。我们预计可能由于代理人脱落导致的部分自保件退保所致。

图 3: 退保金 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

中国平安披露了营运利润, 营运利润以财务报表净利润为基数, 剔除了短期投资波动、折现率变动影响、不属于日常营运收支的一次性重大项目, 更能清晰客观地反映当期业务表现和长期盈利能力。中国平安 2021 年 1 季度集团归母营运利润为 391 亿元, 同比+8.9%, 其中, 华夏幸福相关投资资产进行的减值计提及估值调整对税后归母营运利润影响金额为 29 亿元。寿险及健康险业务同比+4.0%, 同比增速较低预计与 2020 年新业务价值增速大幅放缓以及营运偏差恶化导致。

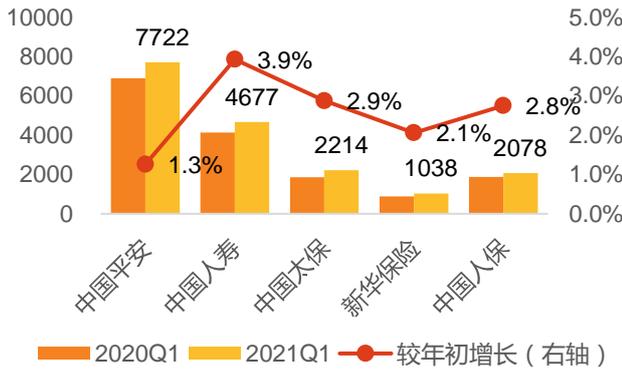
表 2: 平安集团及平安寿险业务营运利润

单位: 亿元	集团			寿险业务		
	2020Q1	2021Q1	同比增速	2020Q1	2021Q1	同比增速
净利润	303.3	330.1	8.8%	146.2	125.8	-13.9%
减: 寿险及健康险业务短期投资波动	-80.0	-103.3		-80.0	-103.3	
寿险及健康险业务折现率变动影响	-19.4	-26.7		-19.4	-26.7	
管理层认为不属于日常营运收支的一次性重大项目	0.0	9.7		0.0	0.0	
营运利润	402.7	450.4	11.8%	245.6	255.8	4.2%
归属于母公司股东的营运利润	359.1	391.2	8.9%	243.0	252.7	4.0%

资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

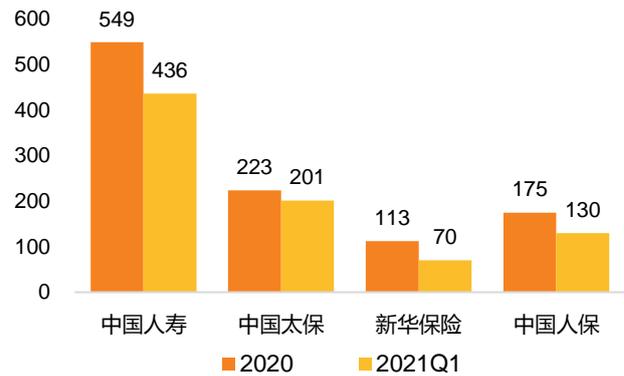
归母净资产合计较年初增长 2.4%，增长放缓主要由于 AFS 浮盈减少带来的其他综合收益下降。2021 年 1 季度末，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保归母净资产分别为 7722 亿元、4677 亿元、2214 亿元、1038 亿元、2078 亿元，较年初分别增长 1.3%、3.9%、2.9%、2.1%、2.8%。除利润外，可供出售金融资产公允价值变动带来的浮盈浮亏，通过“其他综合收益”项目影响净资产规模。中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保资产负债表的“其他综合收益”科目分别从年初的 549 亿元、223 亿元、113 亿元、175 亿元下降至 3 月末的 436 亿元、201 亿元、70 亿元、130 亿元。

图 4：上市保险公司归母净资产（单位：亿元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 5：上市保险公司其他综合收益（单位：亿元）



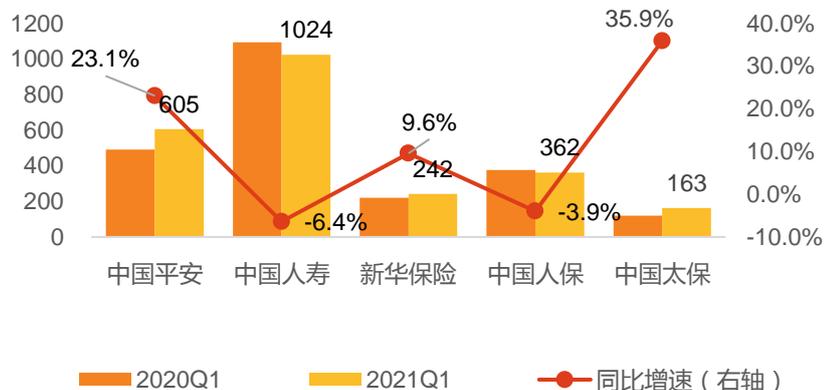
资料来源：公司财报，天风证券研究所

## 2. 寿险：2021Q1 负债端整体回暖

我们预计除国寿外，2021Q1 的 NBV 均实现同比正增，得益于低基数、积极的开门红策略以及重疾定义切换。2021 年 1 季度，平安寿险 NBV 同比增速为+15.4%，由新单保费同比+23.1%驱动，因年金险占比提升，NBV margin 同比-2.1pct。国寿 NBV 同比-13.2%，主要由于 2019、2020 年连续两年高增长累积了高基数，并且代理人规模同比下滑，另外各公司均提前开启开门红预收，一定程度上分流了客户。

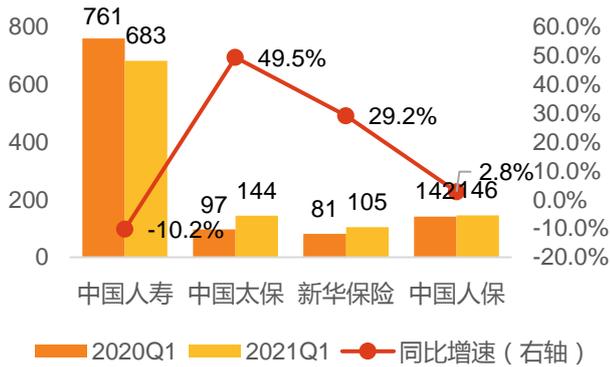
2021Q1 除国寿、人保外，其他公司新单保费均实现正增长，其中太保、平安增速领先。1) 2021Q1，平安、国寿、新华、人保寿新单保费分别同比+23.1%、-6.4%、+9.6%、-3.9%，太保、新华代理人渠道新单分别同比+35.9%、+9.9%。2) 2021Q1，国寿、太保、新华、人保首年期交保费分别同比-10.2%、+49.5%、+29.2%、+2.8%，其中，国寿、新华十年期及以上期交保费分别同比-22.5%、+18.7%。

图 6：上市保险公司 2021Q1 新单保费（单位：亿元）



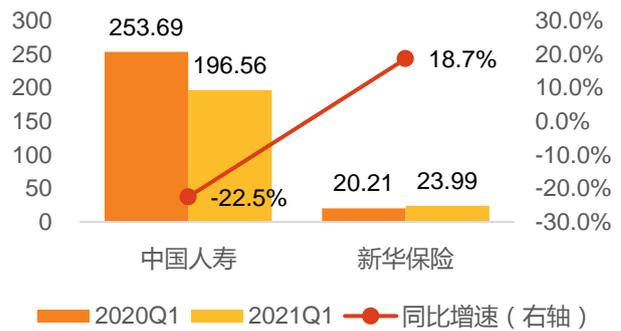
资料来源：公司财报，天风证券研究所；太保为代理人渠道新单数据

图 7：上市保险公司 2021Q1 首年期交保费（单位：亿元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所；太保为代理人渠道期交数据

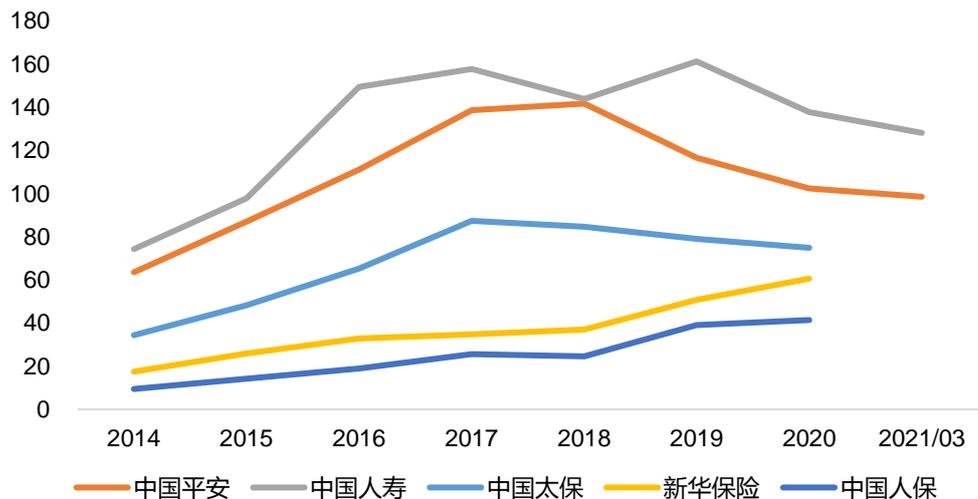
图 8：上市保险公司 2021Q1 十年期及以上期交保费（单位：亿元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

代理人队伍受疫情影响的程度和持久度超预期，因线下增员、培训、管理受限，削弱了代理人基础，影响延续至今，代理人规模持续下滑。截至 2021 年 3 月末，平安、国寿代理人规模分别为 98.6 万人、128.2 万人，较年初分别下滑 3.7%、7.0%，平安代理人同比下滑 12.9%。

图 9：2014-2021Q1 上市保险公司代理人规模（单位：万人）

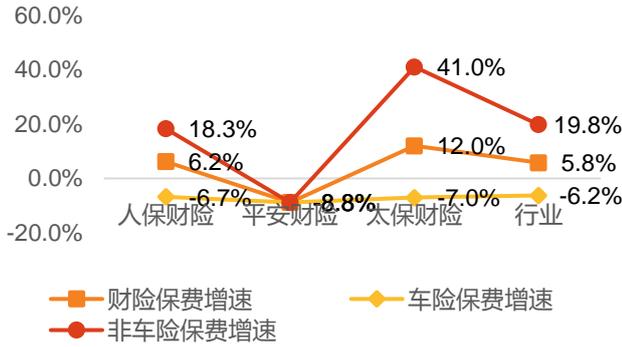


资料来源：公司财报，天风证券研究所

### 3. 财险：车险综合改革拉低保费增速，综合成本率下降

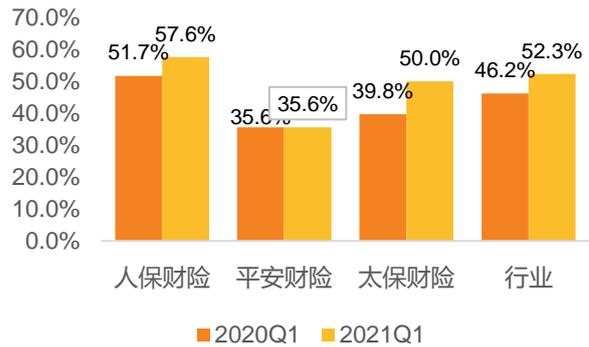
财险保费平稳增长，由非车险增长驱动。1) 2021 年 1 季度，全行业实现保费收入 3809 亿元，同比+5.8%，人保、平安、太保财险保费收入分别同比+6.2%、-8.8%、+12.0%。保费增速差异主要由非车险增长带来。2) 车险方面，受车险综合改革的影响，车险保费负增长，行业车险保费同比-6.2%，人保、平安、太保车险保费收入分别同比-6.7%、-8.8%、-7.0%。3) 非车险方面，行业非车险保费同比+19.8%，人保、平安、太保非车险保费分别同比+18.3%、-8.8%、+41.0%，非车险保费占比分别为 57.6%、35.6%、50.0%。平安非车险保费低增长预计与主动压缩信保业务有关。

图 10：财险保费、车险及非车险保费增速



资料来源：银保监会，公司财报，天风证券研究所

图 11：非车险保费占比

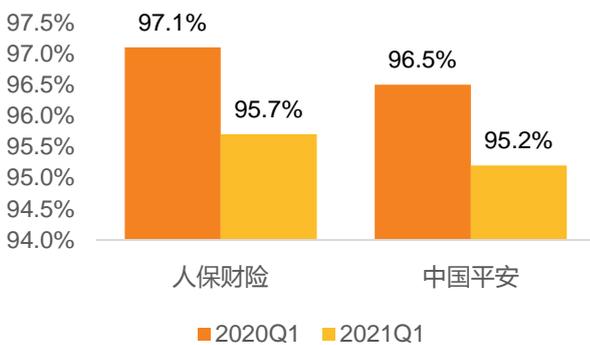


资料来源：银保监会，公司财报，天风证券研究所

上市财险公司综合成本率下降，我们预计主要由于信用保证险赔付率改善、车险费用率下降带来。2021 年 1 季度，人保、平安财险综合成本率分别为 95.7%、95.2%，分别同比下降 1.4pct、1.3pct；其中，人保财险的费用率同比-5.4pct 至 25.4%，主要由手续费支出同比-26.2% 带来；赔付率同比+4.0pct 至 70.3%，其中赔付支出同比+31.9%，主要由于车险综合改革带来车险赔付率提高，且去年疫情期间车险的出险率较低。

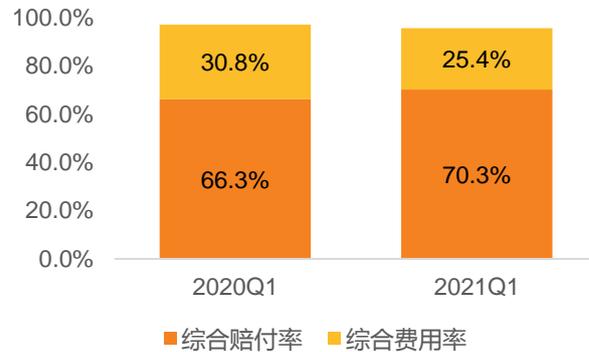
我们预计车险综合改革带来车险赔付率的提升，费用率的下降，整体车险综合成本率有所提升。人保车险综合成本率 94.6%，其中，赔付率 68.9%，同比+9.5pct，我们判断主要是车均保费下降所致；费用率 25.7%，同比-9.1pct，我们判断主要源于严监管及赔付率提升倒逼费用支出下降。财务口径的综合成本率还未完全反映车险综改的影响，后续将逐月提升，但预计头部公司仍能实现承保盈利。长期来看，车险改革相对利好头部公司。

图 12：平安财险和人保财险的综合成本率



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 13：人保财险综合成本率的构成



资料来源：公司财报，天风证券研究所

## 4. 后续展望及投资建议

### 4.1. 寿险

寿险方面，我们判断 2 季度 NBV 增长面临一定的压力。压力主要来源于：1) 去年 3-4 月份因疫情原因，各家保险公司推动线上增员，线上增员流程简单、把关较松，因此导致了上半年的代理人高基数。受后疫情时期的持续影响，去年下半年开始，保险公司清虚大量低活跃、低产能代理人，所以目前代理人与去年同期相比缺口较大。2) 我们判断，1 月重疾险停售带来的透支效应可能影响了 3-4 月保费。3) 对于销售行为的监管趋严。我们预

计透支效应即将结束，随着销售队伍的修复及基数降低，后续 NBV 同比增速将较 2 季度环比改善。

长期来看，我们判断，行业增长的旧动能在衰减，新动能在培育还未形成支撑，行业进入转型震荡期。渠道方面，原来“增员驱动”的业务模式受到挑战，未来需要通过优质的增员、扎实的培训、以及资源投入的引导来培育绩优代理人，扩大绩优代理人的规模和占比，从而提升代理人整体产能。产品方面，我国重疾险保单数量已超 3 亿张，国内重疾险市场已经完成了“从 0 到 1”的跨越。在需求端消费者保险意识觉醒和自主购买的时代来临，而在供给端，产品本身及推广模式的同质化依然存在，重疾险已过渡到“从 1 到多”的时代，我们认为，制胜三个关键点是专业化的咨询服务、定制化产品、差异化服务。

分公司来看，平安、太保的转型中具有先发优势：一方面，公司目前将资源向绩优代理人倾斜，引导队伍结构优化；另一方面，通过构建差异化的服务体系，包括健康医疗服务、养老服务等，提升“产品+服务”组合的竞争壁垒。友邦锚定中高端市场赛道，在中国大陆的经营区域拓展和差异化的发展策略将使其把握住中国寿险的高端市场具有高成长性，并通过“定制化的产品+优质的健康医疗服务+专业代理人”，打造差异化的内容平台，大陆地区将是友邦集团未来增长的核心驱动力。

## 4.2. 财险

短期来看，财务口径车险综合成本率后续将持续提升，但预计头部公司全年将保持承保盈利，非车险中，信用保证险有望大幅减亏。长期来看，头部公司有望在车险综合改革中持续承保盈利，保费和承保利润的市占率将提升。

对于财险标的市场存在 3 个预期差：1) **新车销量回暖+投保率提升，车险保费降幅小于车均**。一是，今年新车销量持续复苏，有助于提振车险保费。2021 年 1-3 月，新车销量同比 +77%；下半年经济增速持续恢复、以及疫情影响滞后需求释放、叠加低基数效应下，行业同比增速有望持续恢复。另外，新能源车有望成为未来一大增长亮点。监管已经明确表态支持车险领域的产品和模式创新，这将成为车险领域新的增长点，亦将利好车险保费增速。二是，随着保费费率降低、条款责任完善、NCD 系数进一步优化，车险消费者的投保意愿显著提升。因此，预计保费收入下降幅度小于车均保费。

2) **费用率下降程度超市场预期，龙头优势凸显**。车险综合改革后，对费用的管控更为严格，阶段性行业费用率下降幅度或可能超预期。车险综合改革规定了 75% 的预定赔付率、25% 的预定费用率，虽然并对不同类型的公司实行差异化管控，即监管对大、中、小财险公司的允许费用率由低到高。但考虑到小财险公司规模效应较大，固定分摊的成本较高，因此在费用支出方面并无优势。此前中小保险公司通过价格战抢占市场份额，在严监管背景下，费用率被迫下降，吸引力边际趋弱，大型保险公司的品牌优势开始凸显。

3) **龙头 COR 大幅优于行业，后续市占率有望提升**。商车费改带来的综合成本率抬升，将倒逼保险公司进行供给侧改革、通过提升公司的运营效率控制管理费用率。我们认为，大型保险公司的车险业务改革优势在于：**第一，品牌优势**：大型公司有遍布全国的销售网络，在开拓市场方面相对中小公司而言有优势，在与 4S 店、汽车主机厂、以及政府采购等方面有先发优势，获客成本更低。**第二，定价优势**：车险综改后更考验公司定价（赔付率占比提升）。大型公司在风险定价、销售定价模型更优优势，也有更强的前端风险识别能力，从而使得定价更加准确。**第三，数据优势**：定价基于大数法则，数据越多样本越多，波动性越小，预测也会更加精准。**第四，成本优势**：规模效应后的固定成本摊销优势；理赔环节集中采购零配件的优势；大型公司积极发展车险“去中介化”的自主渠道，大规模的续保团队可以提升客户黏性、降低续保成本。我们预计，车险综合改革后行业 COR 有所上升，中小保险公司或出现亏损，不排除某些中小公司出现偿付能力不足及现金流的风险。短期来看，改革后中小公司定价更低，在保费端抢占市场，但长期而言，随着中小公司因现金流压力、偿付能力充足率压力逐步退出车险市场（承保利润率很薄，必须形成规模效应），龙头公司将凭借对车险产业链的深度把控，以及数据、定价、服务等优势，COR 将提升，并进一步提升市占率，车险市场寡头垄断有望进一步深化。

### 4.3. 投资建议

截至 5 月 6 日，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的 2021PEV 分别为 0.87、0.77、0.62、0.56 倍，中国太平、友邦保险的 2021PEV 分别为 0.23、2.16 倍。A 股保险公司处于估值低位，后续随着负债端的改善，估值有望开始向上。推荐：友邦保险、中国太保、中国平安。

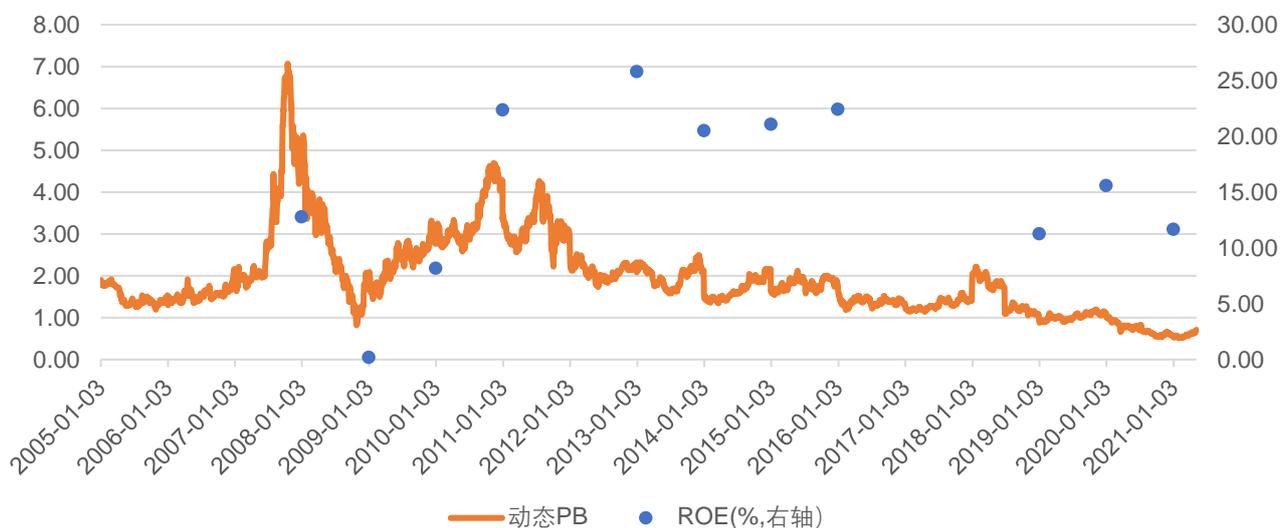
中国财险的 PB 和 ROE 呈现较强相关性。2016 年至今，中国财险的 ROE 维持在 10%-15% 之间，期间 PB（动态）最高至 1.65 倍。2019 年以来，由于市场担心公司保费和盈利受费改影响，PB 最低探至 0.51 倍。截至 5 月 6 日，中国财险 H 2021PB 为 0.71 倍，估值低位，主要来源对车险改革后综合成本率的悲观预期，1 季度数据已初步验证人保的承保盈利性，随着人保的承保盈利预期不断被修正，我们判断，估值将有望修复到 1 倍以上的水平。

表 3：保险公司 PEV 估值表（截至 2021 年 5 月 6 日）

	最大值	最小值	均值	中位数	当前估值	分位数
中国人寿 A	2.11	0.60	1.11	1.01	0.77	9%
中国平安 A	1.74	0.62	1.06	1.07	0.87	18%
中国太保 A	1.69	0.52	1.01	0.99	0.62	4%
新华保险 A	2.12	0.49	1.05	0.96	0.56	2%
中国人寿 H	1.82	0.31	0.90	0.80	0.31	0%
中国平安 H	1.62	0.77	1.11	1.11	0.84	3%
中国太保 H	1.64	0.33	0.95	0.91	0.44	5%
新华保险 H	1.63	0.24	0.74	0.71	0.29	3%
友邦保险 H	2.38	1.18	1.75	1.78	2.16	98%
中国太平 H	1.40	0.21	0.63	0.58	0.23	5%

资料来源：公司财报，wind，天风证券研究所；从 2012 年 1 月 4 日开始计算

图 14：中国财险 PB 估值与 ROE



资料来源：公司财报，wind，天风证券研究所

## 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com