

证券研究报告—深度报告

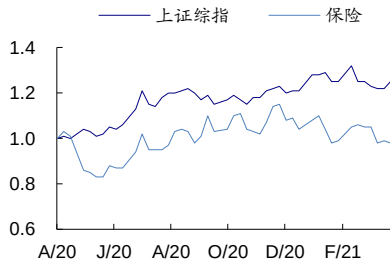
保险

5月策略及财报综述

超配

2021年05月09日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《保险行业三月策略及业绩前瞻: 新单复苏, 资产端改善在望》——2021-03-22  
《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

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码: 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码: 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码: 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

复苏加通胀, 无限风光看险峰

● 5月观点: 通货膨胀苏醒, 保险迎来投资机遇

维持行业“超配”评级。国信证券宏观组指出, 二季度中国经济进入复苏中继阶段, 通货膨胀 3 月同比已经回正, 二季度将持续上行, 经济将持续回暖。我们认为保险行业, 尤其是寿险行业, 将显著受益于通胀, 推荐中国平安、中国人寿、中国太保及新华保险等, 维持“买入”评级。

观点如下: 参考国信证券宏观组观点, 在通胀驱动下, 十年期国债利率二季度有望上探至 3.5%, 同时 GDP 两年平均增速维持平稳, 那么寿险企业将受益于长端利率的上行而实现一定程度的估值修复。(1) 二季度, 寿险企业估值筑底: 在无政策收缩及无外部冲击的预期下, 采用两年 GDP 平均增长率来过滤基数效应, GDP 增长较为中性, 那么寿险估值大概率筑底。(2) 通胀驱动的名义经济增速回升是主线, 而名义增速攀升与利率攀升基本同步发生, 预计二季度十年国债利率可上探至 3.5%。

● 一季度情况: 寿险新单保费基本修复, 财险非车险保费增速高

(1) 寿险方面, 部分公司新单保费相较于 2019 年同期均有一定程度修复, 但预计相应的利润率有一定的压力, 新业务价值可能与 2019 年同期仍有差距; (2) 财险方面, 上市险企基本恢复到疫情前水平, 其中中国太保修复显著, 相较于 2019 年同期增长 23.7%, 增速主要由非车险贡献。

● 行业三月情况: 3月进入相对淡季, 符合预期

全国: 人身险行业三月各项保费的同比增速均为负, 其中寿险保费为 2403 亿元, 同比减少 6.60%; 健康险保费为 845 亿元, 同比减少 4.36%, 两者增速均低于 2020 年同期水平; 财险行业: 3 月保费同比增速放缓。其中, 3 月健康险保费为 287 亿元, 同比增速达 33.61%, 略低于去年 3 月 39.49%; 车险保费为 691 亿元, 较全年同期减少 4.37%。

● 公司三月情况: 寿险保费增速下滑, 被公募基金维持低配

(1) 寿险业务 3 月同比增速: 新华保险 (3.29%) > 中国太平 (-3.55%) > 中国太保 (-7.52%) > 中国平安 (-9.86%); (2) 3 月金融行业板块继续维持低配状态, 但其中银行获显著增配, 持仓比例由 4% 增至 6%, 而保险则由 3% 减配至 2%, 主要是因为中国平安作为保险行业的第一大重仓股, 其持仓比例由 2.2% 降至 1.7%。

● 风险提示

外部冲击出现或内部政策收紧提前, 国内降低 GDP 预期目标。

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 |       |
|---------|------|------|---------|----------|-------|--------|-------|
|         |      |      |         | 2020     | 2021E | 2020   | 2021E |
| 601318  | 中国平安 | 买入   | 78.88   | 75       | 86    | 0.93   | 0.82  |
| 601628  | 中国人寿 | 买入   | 32.27   | 37       | 43    | 0.88   | 0.76  |
| 601601  | 中国太保 | 买入   | 38.05   | 49       | 56    | 0.66   | 0.58  |
| 601336  | 新华保险 | 买入   | 48.60   | 72       | 82    | 0.66   | 0.58  |
| 1299.HK | 友邦保险 | 买入   | 94.90   | 50       | 57    | 2.03   | 1.78  |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 (港股收盘价为港元)

## 五月维持板块“超配”评级

保险行业是能显著受益于通货膨胀的行业之一：一般而言，保险企业 80%左右的配置都是固收资产，而通货膨胀有利于固收资产利率的提升，进而有利于保险企业利率的表现，同时保险企业的负债成本基本固定，特别是寿险企业的负债成本长期固定，不受通货膨胀的影响，所以通货膨胀会改善寿险企业的资产端表现，同时又不影响负债端的成本，最终改善寿险企业的利润水平。

回溯以往，在 GDP 预期维持正常的情况下，通货膨胀的复苏往往对寿险企业的股价是有利的，例如 2016 年、2017 年和 2019 年，如下图所示。当下，在无经济冲击的预期下，通货膨胀的复苏应当有利于十年期国债利率的提升，提振寿险企业的资产端，有利于寿险企业股价的表现。

图 1：国债利率和通胀周期



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（单位：%）

图 2：A 股寿险行业历次上涨时间



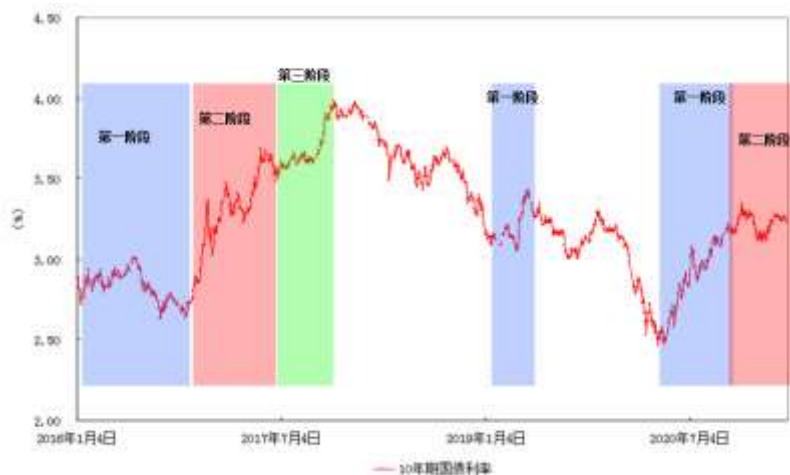
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（季度节点）

## 五月策略：复苏中继，寿险股价或迎来转机

参考国信证券宏观组的分析，在通胀驱动下，十年期国债利率二季度有望上探至 3.5%，同时 GDP 两年平均增速维持平稳，那么我们认为寿险企业将受益于长端利率的上行而实现估值修复。

国信证券宏观组指出，回溯以往，经济向上的周期会经历三个阶段：（1）经济增长复苏，走出通缩；（2）通胀持续酝酿，最终出现；（3）通胀因素触发了政策紧缩，加息降临。我们目前还处于第二阶段，通胀还在酝酿。鉴于 2020 年的天量信用扩张，通胀应当不会缺席，接下来通胀或将持续驱动十年期国债利率上行。

图 3：国债利率和宏观周期

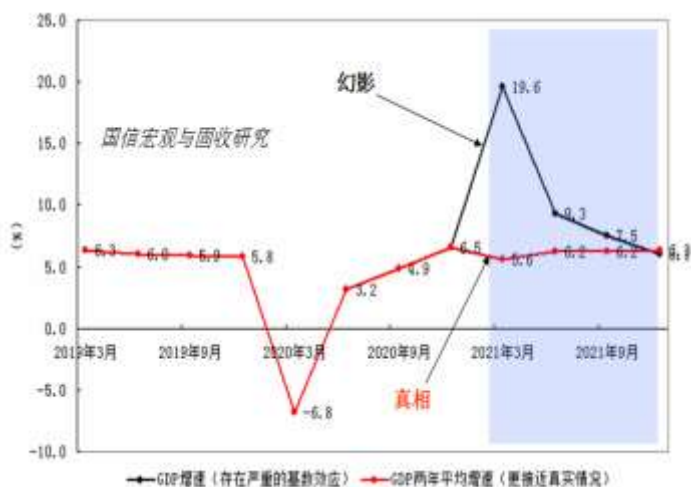


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### （1）二季度经济增长较为中性：寿险估值筑底

对于经济增长的三架马车的定性化判断：投资（制造业投资>基建投资>地产投资）>消费>外需。在无政策收缩及无外部冲击的背景下，GDP 增速或较为中性。采用两年 GDP 平均增长率来过滤基数效应，GDP 增长较为正常，那么寿险估值大概率筑底。

图 4：GDP 增速较为中性

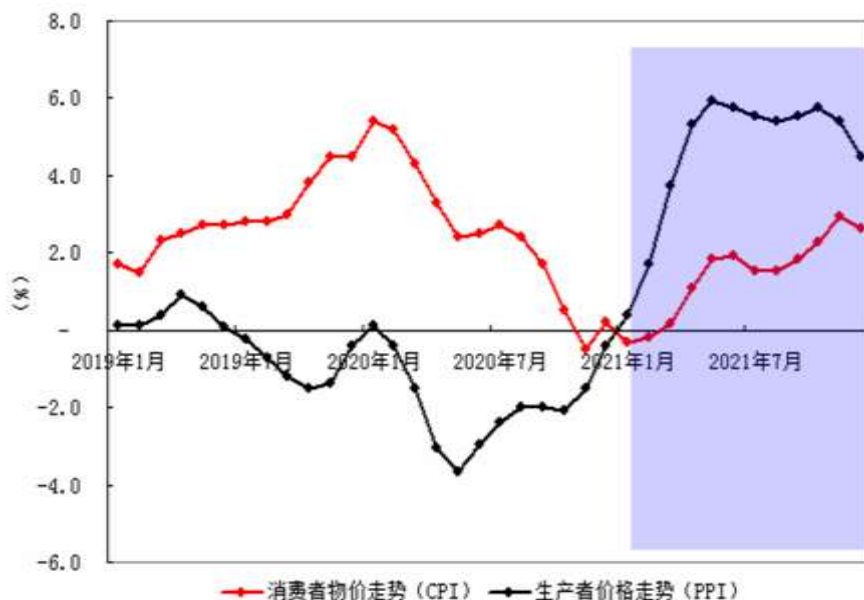


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## (2) 通胀驱动下, 预计二季度 10 年国债利率冲突 3.5%: 保险估值向上可期。

在信用增速高位盘整的基础上, 预计今年的通胀率呈现“上半年冲高, 下半年难落”的走势, 预计 CPI 冲 2, PPI 冲 5。接下来, 通胀驱动的名义经济增速回升是主线。而名义增速攀升与利率攀升同步发生, 预计二季度 10 年国债利率冲突 3.5%, 第三季度的 10 年期国债利率将挑战 3.80%。

图 5: 通货膨胀趋势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 行业跟踪: 一季度实现修复, 3 月进入相对淡季

### 一季度总结: 寿险新单保费修复至疫情前, 但新业务价值率有压力

寿险方面, 部分公司新单保费相较于 2019 年同期均有一定程度修复, 但预计相应的利润率有一定的压力, 新业务价值可能与 2019 年同期仍有差距, 例如披露新业务价值数据的中国平安。财险方面, 三家保险公司基本恢复到疫情前水平, 其中中国太保修复显著, 相较于 2019 年同期增长 23.7%, 增速主要由非车险贡献。

表 1: 寿险新单保费收入

|      | 2019Q1 | 2020Q1  | 2021Q1  |
|------|--------|---------|---------|
| 新华保险 | 7,163  | 19,645  | 21,716  |
| 同比   |        | 174.26% | 10.54%  |
| 中国人保 | 35,564 | 26,128  | 21,527  |
| 同比   |        | -26.53% | -17.61% |
| 中国平安 | 58,783 | 49,188  | 60,527  |
| 同比   |        | -16.32% | 23.05%  |
| 中国太保 | 17,442 | 12,022  | 16,336  |
| 同比   |        | -31.07% | 35.88%  |
| 中国人寿 | 66,780 | 76,056  | 68,276  |
| 同比   |        | 13.89%  | -10.23% |

资料来源: 公司季报, 国信证券经济研究所整理 (单位: 百万元)

**表 2: 财险新单保费收入**

|      | 2019Q1  | 2020Q1  | 2021Q1  |
|------|---------|---------|---------|
| 中国财险 | 125,463 | 127,679 | 135,836 |
| 同比   |         | 1.77%   | 6.39%   |
| 中国平安 | 69,220  | 72,589  | 66,175  |
| 同比   |         | 4.87%   | -8.84%  |
| 中国太保 | 35,366  | 39,044  | 43,747  |
| 同比   |         | 10.40%  | 12.05%  |

资料来源: 公司季报, 国信证券经济研究所整理 (单位: 百万元)

**各地区情况: 财险及寿险保费三月同比增速大幅下滑**

**财险行业:** 主要地区三月同比增速大幅放缓, 广东同比负增长。国内主要地区的财产险保费收入同比增速相较 2 月显著放缓。保费收入规模较大的几个地区中, 北京同比增长 0.58%, 上海同比增长 8.02%, 广东同比减少 -1.11%, 江苏同比增长 3.27%, 浙江同比增长 0.39%, 各大地区的财险保费收入规模基本与 19 年同期水平持平。

**表 3: 各地区财产险 3 月保费**

|     | 2019 年 3 月 | 2020 年 3 月 | 2021 年 2 月 | 2021 年 3 月 |
|-----|------------|------------|------------|------------|
| 北 京 | 47         | 41.27      | 21.07      | 41.51      |
| 环比  | 113.64%    | 111.64%    | -60.31%    | 97.01%     |
| 同比  | 5.72%      | -12.19%    | 8.05%      | 0.58%      |
| 上 海 | 48         | 43.66      | 34.28      | 47.16      |
| 环比  | 71.43%     | 74.92%     | -50.57%    | 37.57%     |
| 同比  | 17.70%     | -9.04%     | 37.34%     | 8.02%      |
| 广 东 | 86         | 92.24      | 45.67      | 91.22      |
| 环比  | 91.11%     | 133.70%    | -60.45%    | 99.74%     |
| 同比  | 7.89%      | 7.26%      | 15.71%     | -1.11%     |
| 江 苏 | 86         | 96.52      | 54.49      | 99.68      |
| 环比  | 50.88%     | 101.59%    | -50.03%    | 82.93%     |
| 同比  | 7.12%      | 12.23%     | 13.81%     | 3.27%      |
| 浙 江 | 61         | 66.27      | 35.86      | 66.53      |
| 环比  | 64.86%     | 94.17%     | -54.04%    | 85.53%     |
| 同比  | 4.38%      | 8.64%      | 5.07%      | 0.39%      |
| 山 东 | 57         | 65.23      | 37.38      | 61.97      |
| 河 南 | 46         | 58.28      | 32.47      | 51.51      |
| 四 川 | 45         | 48.94      | 30.53      | 51.4       |
| 河 北 | 54         | 57.64      | 27.51      | 56.19      |
| 深 圳 | 32         | 32.54      | 15.67      | 33.9       |
| 安 徽 | 42         | 46.77      | 25.96      | 40.11      |
| 湖 北 | 36         | 29.65      | 29.63      | 29.96      |
| 湖 南 | 32         | 32.95      | 17.67      | 34.04      |
| 重 庆 | 18         | 19.88      | 11.33      | 18.98      |
| 江 西 | 22         | 28.12      | 12.48      | 25.58      |

资料来源: 中国银保监会, 国信证券经济研究所整理 (单位: 亿元)

32

3



**寿险行业：主要地区增速大幅下滑，广东、江苏、浙江同比增速纷纷由正转负。**各地区寿险保费收入增势大幅放缓，部分地区保费收入离 2019 年规模仍有距离。北京同比增长 4.71%，上海同比增长 11.18%，广东同比减少 10.78%，江苏同比减少 8.25%，浙江同比减少 5.03%。同时，安徽、湖南、重庆、江西等地区寿险保费收入已超 19 年同期水平，分别达到 72.77 亿元、74.69 亿元、43.43 亿元、47.62 亿元。

**表 4：各地区寿险 3 月保费**

|     | 2019 年 3 月 | 2020 年 3 月 | 2021 年 2 月 | 2021 年 3 月 |
|-----|------------|------------|------------|------------|
| 北 京 | 120        | 120.76     | 81.21      | 126.45     |
| 环比  | 39.53%     | 97.29%     | -76.50%    | 55.71%     |
| 同比  | 9.43%      | 0.63%      | 32.67%     | 4.71%      |
| 上 海 | 71         | 94.57      | 66.92      | 105.14     |
| 环比  | -5.33%     | 80.82%     | -68.48%    | 57.11%     |
| 同比  | 19.83%     | 33.20%     | 27.95%     | 11.18%     |
| 广 东 | 304        | 267.81     | 138.65     | 238.93     |
| 环比  | 55.90%     | 112.72%    | -78.90%    | 72.33%     |
| 同比  | 16.68%     | -11.90%    | 10.13%     | -10.78%    |
| 江 苏 | 281        | 284.99     | 259.23     | 261.48     |
| 环比  | -3.77%     | 34.14%     | -66.00%    | 0.87%      |
| 同比  | 11.76%     | 1.42%      | 22.02%     | -8.25%     |
| 浙 江 | 122        | 127.26     | 85.13      | 120.86     |
| 环比  | 28.42%     | 54.35%     | -79.21%    | 41.97%     |
| 同比  | 1.36%      | 4.31%      | 3.25%      | -5.03%     |
| 山 东 | 192        | 179.33     | 97.23      | 170.58     |
| 河 南 | 170        | 150.13     | 115.59     | 145.67     |
| 四 川 | 132        | 147.77     | 136.82     | 132        |
| 河 北 | 130        | 128.91     | 70.86      | 116.86     |
| 深 圳 | 73         | 71.88      | 36.15      | 67.84      |
| 安 徽 | 67         | 62.39      | 69.17      | 72.77      |
| 湖 北 | 92         | 121.3      | 74.59      | 89.81      |
| 湖 南 | 71         | 75.93      | 57.14      | 74.69      |
| 重 庆 | 43         | 54.88      | 50.02      | 43.43      |
| 江 西 | 46         | 47.81      | 45.36      | 47.62      |

资料来源：中国银保监会，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

**健康险行业：多数地区增速明显放缓，江苏、浙江增长稳健。**相较 2 月份，多数地区保费增速继续放缓，其中上海、广东等地区同比增速由正转负。保费收入较大的几个主要地区中，北京同比增长 0.28%，上海同比减少 9.02%，广东同比减少 6.63%，江苏同比增长 10.94%，浙江同比增长 15.76%，各主要地区同比增速有所分化。

**表 5：各地区健康险 3 月保费**

|     | 2019 年 3 月 | 2020 年 3 月 | 2021 年 2 月 | 2021 年 3 月 |
|-----|------------|------------|------------|------------|
| 北 京 | 40         | 46.31      | 41.53      | 46.44      |
| 环比  | 60.00%     | 31.82%     | -59.46%    | 11.82%     |
| 同比  | 25.36%     | 15.78%     | 18.22%     | 0.28%      |
| 上 海 | 28         | 28.38      | 21.95      | 25.77      |
| 环比  | 47.37%     | 64.52%     | -57.74%    | 17.40%     |
| 同比  | 37.58%     | 1.36%      | 27.25%     | -9.20%     |
| 广 东 | 73         | 91.64      | 53.16      | 85.56      |
| 环比  | 128.13%    | 103.69%    | -53.79%    | 60.95%     |
| 同比  | 23.94%     | 25.53%     | 18.16%     | -6.63%     |
| 江 苏 | 63         | 72.31      | 53.15      | 80.22      |
| 环比  | 70.27%     | 48.45%     | -34.92%    | 50.93%     |
| 同比  | 51.92%     | 14.78%     | 9.12%      | 10.94%     |
| 浙 江 | 30         | 50.58      | 23.44      | 58.55      |

|    |        |         |         |         |
|----|--------|---------|---------|---------|
| 环比 | 66.67% | 136.91% | -53.27% | 149.79% |
| 同比 | 15.44% | 68.60%  | 9.79%   | 15.76%  |
| 山东 | 76     | 93.88   | 46.81   | 100.22  |
| 河南 | 67     | 63.05   | 89.5    | 59.1    |
| 四川 | 47     | 49.29   | 33.13   | 52.94   |
| 河北 | 51     | 56.82   | 33.75   | 52.7    |
| 深圳 | 28     | 36.21   | 29.95   | 41.42   |
| 安徽 | 31     | 39.15   | 28.89   | 49.7    |
| 湖北 | 44     | 48.5    | 27.39   | 48.77   |
| 湖南 | 41     | 52.9    | 27.55   | 57.99   |
| 重庆 | 14     | 20.23   | 35.27   | 25      |
| 江西 | 25     | 31.2    | 9.24    | 27.19   |

资料来源：中国银保监会，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

### 人身险行业保费：三月进入相对淡季，增速转负

人身险行业三月各项保费均表现为同比负增长：寿险保费为 2403 亿元，同比减少 6.60%；健康险保费为 845 亿元，同比减少 4.36%，两者增速均低于 2020 年同期水平。

表 6：人身险行业 3 月保费

|         | 2020 年 1 月 | 2020 年 2 月 | 2020 年 3 月 | 2020 年 4 月 | 2021 年 2 月 | 2021 年 3 月 |
|---------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 原保险保费收入 | 7503       | 2038       | 3553       | 2016       | 2353       | 3318       |
| 环比      | 314.77%    | -72.84%    | 74.31%     | -43.25%    | -72.37%    | 41.04%     |
| 同比      | 7.33%      | -16.30%    | 3.30%      | 19.23%     | 15.43%     | -6.60%     |
| 其中：寿险   | 6687       | 1517       | 2594       | 1385       | 1751       | 2403       |
| 环比      | 406.56%    | -77.31%    | 70.98%     | -46.62%    | -76.59%    | 37.25%     |
| 同比      | 6.61%      | -23.72%    | -0.30%     | 21.27%     | 15.42%     | -7.35%     |
| 意外险     | 61         | 38         | 75         | 56         | 33         | 70         |
| 环比      | 37.84%     | -37.36%    | 97.21%     | -25.12%    | -47.32%    | 110.45%    |
| 同比      | -9.48%     | -7.34%     | -8.63%     | -3.28%     | -12.63%    | -6.77%     |
| 健康险     | 756        | 483        | 884        | 575        | 568        | 845        |
| 环比      | 69.50%     | -36.11%    | 82.95%     | -34.90%    | -41.46%    | 48.69%     |
| 同比      | 15.94%     | 19.25%     | 17.03%     | 17.38%     | 17.68%     | -4.36%     |

资料来源：中国银保监会，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

人身险行业的三月赔付同比提升幅度大幅放缓：寿险赔付 3 月同比增速为 -4.50%，低于 2020 年 3 月的 2.23%，健康险赔付 3 月同比增速降至 47.37%，高于去年同期水平，今年以来的高速增长趋势有所放缓，说明由健康险销量大幅增加所带来的赔付压力有所减弱。

表 7：人身险行业 3 月赔付支出

|            | 2020 年 1 月 | 2020 年 2 月 | 2020 年 3 月 | 2021 年 2 月 | 2021 年 3 月 |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 人身险        | 722.86     | 400.15     | 647.16     | 610.69     | 735.60     |
| 环比         | 32.63%     | -44.64%    | 61.73%     | -32.34%    | 20.45%     |
| 同比         | -7.09%     | -24.21%    | 10.63%     | 52.62%     | 13.67%     |
| （1）寿险      | 473.90     | 284.79     | 405.84     | 313.22     | 387.57     |
| 环比         | 104.27%    | -39.91%    | 42.51%     | -37.78%    | 23.74%     |
| 同比         | -9.56%     | -27.72%    | 2.23%      | 9.98%      | -4.50%     |
| （2）健康险     | 220.80     | 105.67     | 214.82     | 273.17     | 316.58     |
| 环比         | -21.70%    | -52.14%    | 103.29%    | -25.74%    | 15.89%     |
| 同比         | -0.99%     | -9.68%     | 30.99%     | 158.51%    | 47.37%     |
| （3）人身意外伤害险 | 28.16      | 9.69       | 26.50      | 24         | 31         |
| 环比         | -9.16%     | -65.59%    | 173.48%    | -22.46%    | 29.42%     |
| 同比         | -9.16%     | -43.00%    | 10.42%     | 150.77%    | 18.68%     |

资料来源：中国银保监会，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

**财险行业：**3月保费同比增速放缓。其中，3月健康险保费为287亿元，同比增速达33.61%，略低于去年3月39.49%；车险保费为691亿元，较全年同期减少4.37%；同时，其余保费收入较大的责任保险、农业保险、意外险，同比增速均有所放缓，分别为25.73%、12.52%、37.77%。

**表 8：财险行业 3 月保费**

|           | 2020 年 1 月 | 2020 年 2 月 | 2020 年 3 月 | 2020 年 4 月 | 2021 年 2 月 | 2021 年 3 月 |
|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 原保险保费收入   | 1577       | 649        | 1375       | 1175       | 784        | 1447       |
| 环比        | 29.94%     | -58.86%    | 111.86%    | -14.55%    | -50.37%    | 84.68%     |
| 同比        | 4.61%      | -7.95%     | 10.53%     | 12.22%     | 20.73%     | 5.24%      |
| 其中：企业财产保险 | 90         | 24         | 58         | 49         | 32         | 53         |
| 环比        | 311.00%    | -73.19%    | 141.13%    | -16.65%    | -70.33%    | 63.37%     |
| 同比        | -3.81%     | -19.20%    | 19.29%     | 28.21%     | 33.13%     | -9.80%     |
| 家庭财产保险    | 14         | 5          | 10         | 7          | 8          | 13         |
| 环比        | 133.17%    | -64.47%    | 102.01%    | -27.99%    | -43.82%    | 64.28%     |
| 同比        | 7.62%      | -0.60%     | -8.73%     | 3.29%      | 62.78%     | 32.37%     |
| 机动车辆保险    | 850        | 367        | 723        | 728        | 386        | 691        |
| 环比        | -2.85%     | -56.87%    | 97.17%     | 0.79%      | -47.90%    | 79.03%     |
| 同比        | 1.56%      | -18.54%    | 2.23%      | 10.21%     | 5.31%      | -4.37%     |
| 工程保险      | 21         | 5          | 17         | 11         | 11         | 19         |
| 环比        | 197.86%    | -76.98%    | 246.25%    | -35.62%    | -44.77%    | 67.54%     |
| 同比        | 15.83%     | -31.43%    | -7.67%     | 7.00%      | 137.50%    | 14.92%     |
| 责任保险      | 108        | 35         | 98         | 79         | 55         | 123        |
| 环比        | 124.92%    | -67.17%    | 175.51%    | -18.76%    | -58.90%    | 121.47%    |
| 同比        | 5.84%      | -6.74%     | 12.23%     | 27.94%     | 56.41%     | 25.73%     |
| 保证保险      | 124        | 16         | 59         | 59         | 16         | 31         |
| 环比        | 117.68%    | -87.35%    | 276.74%    | -0.85%     | -82.68%    | 101.86%    |
| 同比        | 14.89%     | -31.78%    | 0.19%      | 4.66%      | -0.64%     | -46.76%    |
| 农业保险      | 65         | 31         | 92         | 79         | 46         | 104        |
| 环比        | 61.40%     | -52.51%    | 200.03%    | -14.56%    | -48.32%    | 124.92%    |
| 同比        | -3.64%     | 13.56%     | 50.80%     | 24.76%     | 50.10%     | 12.52%     |
| 健康险       | 186        | 118        | 215        | 77         | 159        | 287        |
| 环比        | 237.35%    | -36.44%    | 82.16%     | -64.04%    | -32.21%    | 80.02%     |
| 同比        | 27.08%     | 96.55%     | 39.49%     | 10.34%     | 35.20%     | 33.61%     |
| 意外险       | 56         | 21         | 44         | 43         | 31         | 61         |
| 环比        | 47.39%     | -62.63%    | 112.37%    | -2.90%     | -52.07%    | 94.78%     |
| 同比        | -3.43%     | -32.48%    | -20.63%    | 5.27%      | 50.22%     | 37.77%     |

资料来源：中国银保监会，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

## 公司跟踪：一季度寿险初步修复，但行业减配明显

### 各公司经营情况：龙头公司各项保费收入同比下滑明显

寿险业务3月同比增速：新华保险（3.29%）>中国太平（-3.55%）>中国太保（-7.52%）>中国平安（-9.86%）。根据中国平安的披露数据，其新单保费同比2020年的2月-3月增速分别为24%和-17%，较2019年同期的涨幅分别为-12%和-35%。

**表 9：各公司 3 月保费情况**

|      |    | 2019 年 3 月 | 2020 年 1 月 | 2020 年 2 月 | 2020 年 3 月 | 2021 年 1 月 | 2021 年 2 月 | 2021 年 3 月 |
|------|----|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 中国平安 | 财险 | 22,862.03  | 34,902.08  | 12,717.97  | 24,968.59  | 30,298.73  | 12,533.10  | 23,342.84  |
|      | 环比 | 65.53%     | 27.84%     | -63.56%    | 96.33%     | 29.45%     | -58.63%    | 86.25%     |
|      | 同比 | 8.60%      | 7.24%      | -7.92%     | 9.21%      | -13.19%    | -1.45%     | -6.51%     |
|      | 寿险 | 43,816.17  | 106,578.92 | 33,269.63  | 42,770.02  | 102,717.69 | 32,946.07  | 38,551.22  |
|      | 环比 | 20.30%     | 140.61%    | -68.78%    | 28.56%     | 134.60%    | -67.93%    | 17.01%     |
|      | 同比 | 13.22%     | -13.53%    | -8.65%     | -2.39%     | -3.62%     | -0.97%     | -9.86%     |



|      |    |           |            |           |           |            |           |           |
|------|----|-----------|------------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|
| 中国太保 | 财险 | 12,447.00 | 17,664.00  | 6,526.00  | 14,489.00 | 18,648.00  | 8,115.00  | 16,529.00 |
|      | 环比 | 70.09%    | 36.19%     | -63.05%   | 122.02%   | 54.51%     | -56.48%   | 103.68%   |
|      | 同比 | 11.62%    | 14.83%     | -10.82%   | 16.41%    | 5.57%      | 24.35%    | 14.08%    |
|      | 寿险 | 26,057.00 | 51,953.00  | 14,780.00 | 25,107.00 | 56,522.00  | 15,676.00 | 23,219.00 |
|      | 环比 | 71.99%    | 803.53%    | -71.55%   | 69.87%    | 864.54%    | -72.27%   | 48.12%    |
|      | 同比 | 6.94%     | 0.60%      | -2.44%    | -3.65%    | 8.79%      | 6.06%     | -7.52%    |
| 中国人寿 | 寿险 | 83,200.00 | 193,500.00 | 34,500.00 | 79,800.00 | 218,900.00 | 35,100.00 | 69,900.00 |
|      | 环比 | 164.97%   | 614.02%    | -82.17%   | 131.30%   | 719.85%    | -83.97%   | 99.15%    |
|      | 同比 | -6.31%    | 22.62%     | 9.87%     | -4.09%    | 13.13%     | 1.74%     | -12.41%   |
| 新华保险 | 寿险 | 15,738.32 | 30,704.72  | 8,855.42  | 18,685.36 | 34,630.14  | 9,461.07  | 19,300.58 |
|      | 环比 | 109.80%   | 286.39%    | -71.16%   | 111.00%   | 398.97%    | -72.68%   | 104.00%   |
|      | 同比 | 12.29%    | 54.07%     | 18.05%    | 18.73%    | 12.78%     | 6.84%     | 3.29%     |
| 中国太平 | 财险 | 2,367.50  | 2,921.52   | 1,510.37  | 2,153.36  | 3,085.22   | 1,445.16  | 2,209.40  |
|      | 环比 | 65.07%    | 21.27%     | -48.30%   | 42.57%    | 21.26%     | -53.16%   | 52.88%    |
|      | 同比 | 9.19%     | 9.81%      | 5.31%     | -9.04%    | 5.60%      | -4.32%    | 2.60%     |
|      | 寿险 | 14,925.15 | 36,226.35  | 6,558.67  | 15,069.22 | 37,961.70  | 6,980.43  | 14,534.50 |
|      | 环比 | 122.55%   | 325.20%    | -81.90%   | 129.76%   | 332.27%    | -81.61%   | 108.22%   |
|      | 同比 | 12.61%    | -9.48%     | -2.20%    | 0.97%     | 4.79%      | 6.43%     | -3.55%    |
| 中国财险 | 财险 | 46,992.00 | 52,507.00  | 22,514.00 | 52,622.00 | 53,112.00  | 27,626.00 | 54,814    |
|      | 环比 | 94.55%    | 40.93%     | -57.12%   | 133.73%   | 60.44%     | -47.99%   | 98.41%    |
|      | 同比 | 11.22%    | -3.33%     | -6.79%    | 11.98%    | 1.15%      | 22.71%    | 4.17%     |

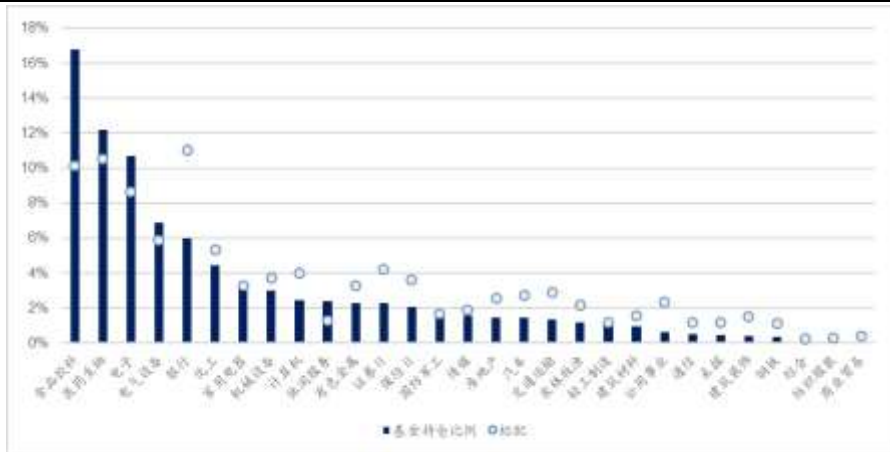
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: 亿元)

3月财险业务保费: 太保产险(14.08%)>中国财险(4.17%)>太平财险(2.60%)。其中, 车险方面, 收入规模均有所下降, 平安财险(-1.43%)>中国财险(-7.48%); 而健康险方面, 平安财险(43.03%)>中国财险(16.71%), 短期健康险持续高增长。

### 基金配置情况: 金融行业内部配置比例分化, 保险公司减配明显

3月金融行业板块继续维持低配状态, 但内部配置比例有所分化, 其中银行获显著增配, 持仓比例由4%增至6%, 而保险则由3%减配至2%。具体从公司来看, 中国平安作为保险行业的第一大重仓股, 其持仓比例由2.2%降至1.7%, 是保险行业持仓比例下滑的主要原因。

图 6: 2021 年一季度各行业重仓持股比例



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 10: 公募基金重仓保险公司信息

| 公司名称 | 重仓持股总市值 (万元) | 重仓配置比重  | 标配    | 较上季度变动   |
|------|--------------|---------|-------|----------|
| 中国平安 | 5,289,064.21 | 1.6840% | 2.38% | -0.2185% |
| 中国太保 | 1,017,284.46 | 0.3239% | 0.60% | 0.0183%  |
| 新华保险 | 86,240.06    | 0.0275% | 0.25% | -0.0454% |
| 中国人寿 | 37,364.57    | 0.0119% | 1.49% | -0.0032% |

|      |          |         |       |          |
|------|----------|---------|-------|----------|
| 中国人寿 | 3,192.51 | 0.0010% | 0.14% | -0.0001% |
|------|----------|---------|-------|----------|

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 个股表现: 中国财险超额收益显著

4月, 个股表现有一定分化, 寿险表现一般, 财险表现较优, 其中共有4支股票获得超额收益: 中国财险(11.48%)>友邦保险(3.16%)>中国人寿(2.44%)>中国人寿(0.53%), 中国财险超额收益亮眼。其他个股, 中国平安和中国太保跌幅较大, 两者分别累计下跌6.15%、13.08%。

表 11: 4月个股的绝对及相对表现

| 证券代码      | 证券简称 | 绝对收益(%) | 比较基准(%) | 相对收益(%) |
|-----------|------|---------|---------|---------|
| 601628.SH | 中国人寿 | 3.93    | 1.49    | 2.44    |
| 601319.SH | 中国人寿 | 2.02    | 1.49    | 0.53    |
| 601336.SH | 新华保险 | 0.12    | 1.49    | -1.36   |
| 601318.SH | 中国平安 | -6.15   | 1.49    | -7.64   |
| 601601.SH | 中国太保 | -13.08  | 1.49    | -14.57  |
| 2328.HK   | 中国财险 | 13.20   | 1.72    | 11.48   |
| 1299.HK   | 友邦保险 | 4.88    | 1.72    | 3.16    |
| 6060.HK   | 众安在线 | -1.92   | 1.72    | -3.64   |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

我们预计寿险表现不佳的主要原因是经济修复并不显著, 导致同期的十年期国债利率一直在3.2%附近徘徊, 并未呈现出筑底企稳的趋势。同时, 中国财险的信保业务亏损逐步出清, 业务利空解除, 负债端承保利润见底回升。

## 投资建议

**维持板块“超配”评级。**在通胀驱动下, 十年期国债利率二季度有望上探至3.5%, 同时GDP两年平均增速维持平稳, 那么寿险企业将受益于长端利率的上行而实现一定程度的估值修复。(1) 二季度, 寿险企业估值筑底: 在无政策收缩及无外部冲击的假设下, 采用两年GDP平均增长率来过滤基数效应, GDP增长较为中性, 那么寿险估值大概率筑底。(2) 通胀驱动的名义经济增速回升是主线。而名义增速攀升与利率攀升同步发生, 预计二季度十年国债利率上探至3.5%, 帮助寿险修复资产端。

附表: 重点公司盈利预测及估值

| 代码      | 公司   | 评级 | 收盘价    | EPS/EV |       | PE/PEV |       |
|---------|------|----|--------|--------|-------|--------|-------|
|         |      |    | (元/港元) | 2020   | 2021E | 2020   | 2021E |
| 601318  | 中国平安 | 买入 | 70.10  | 75     | 86    | 0.93   | 0.82  |
| 601628  | 中国人寿 | 买入 | 32.61  | 37     | 43    | 0.88   | 0.76  |
| 601601  | 中国太保 | 买入 | 32.27  | 49     | 56    | 0.66   | 0.58  |
| 601336  | 新华保险 | 买入 | 47.76  | 72     | 82    | 0.66   | 0.58  |
| 1299.HK | 友邦保险 | 买入 | 101.5  | 50     | 57    | 2.03   | 1.78  |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 风险提示

外部冲击出现或内部政策收紧提前, 国内持续降低GDP预期目标。

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>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<br>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