

负债端明显复苏，投资收益助推净利高增

强于大市 (维持)

——保险行业一季报综述

2021年05月12日

行业核心观点:

五大上市险企 21Q1 业绩基本符合预期，投资收益大幅增长推高险企净利润。寿险方面，上市险企负债端呈现复苏态势，预计 21Q1NBV 表现整体向好，但由于前期积累客户基本得到消化，短期内新业务增长动力不足。人力方面，代理人持续脱落，险企在队伍增员和留存方面明显承压，短期来看险企高价值期交业务展业存在一定困难。财险方面，车险综合改革成效显著，信用险业务风险持续出清，综合成本率稳中有降，财险业务成本结构改善情况基本符合预期。我们建议持续关注头部上市险企改革转型成效以及康养产业的推进情况，推荐寿险改革驱动下人力质态改善预期强，以及布局康养产业、不断推进保险产品创新的头部险企。当前保险板块个股估值处于低位，考虑到行业长期成长性和上市险企优秀的盈利能力，我们维持保险行业“强于大市”评级。

投资要点:

浮盈兑现推高险企总投资收益，成为 21Q1 净利高增主因。资产端方面，自 2021 年以来，10 年期国债收益率维持在 3.2% 左右，固收类资产收益稳定，权益市场波动较大，险资避险情绪明显，权益类资产回报水平受到压制。受益于投资资产买卖价差收益增加，五大上市险企 21Q1 年化总投资收益表现好于预期。同时，得益于 20 年同期低基数的影响，21Q1 五大上市险企归母净利润均有不同程度的增长，中国人寿、中国平安、中国人保、中国太保、新华保险分别同比+67.3%、+4.5%、+42.1%、1.9%、+36.0%。

寿险：负债端呈复苏态势，新业务发展出现分化，代理人持续清虚。保费方面，21Q1 负债端小幅回暖，五大上市险企新单保费增速呈现分化，平安、太保、新华均实现新单正增长；国寿受到 20 年同期保费高基数的影响新单保费同比-6.4%；人保寿采取压缩低价值趸交业务的经营策略导致短期内新单增长承压，同比-3.9%，但长期来看利好公司业务结构和价值增长。人力方面，险企代理人普遍持续脱落，代理人队伍建设面临一定压力，短期来看代理人渠道高价值期交业务展业困难。

财险：综合成本率稳中有降，业绩基本符合或好于预期。21Q1 人保财险、平安财险、太保财险保费收入同比+6.2%、-8.8%、+12.0%，平安财险在车险和非车业务的拖累下当期保费收入同比负增长。21Q1 人保财险、平安财险综合成本率分别为 95.7%、95.2%，较 20 年末分别下降 5.4pct、1.3pct，业务成本优化效果显著，盈利能力得到修复。

风险因素：新业务增长不及预期、长端利率下行、权益市场下跌。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: Wind, 万联证券研究所

相关研究

负债端增长承压，关注险企改革转型成效
负债端增长乏力，固收类资产持续加码
券商一季度业绩分化，保险估值有望反弹

分析师:

徐飞

执业证书编号:

S0270520010001

电话:

021-60883488

邮箱:

xuifei@wlzq.com.cn

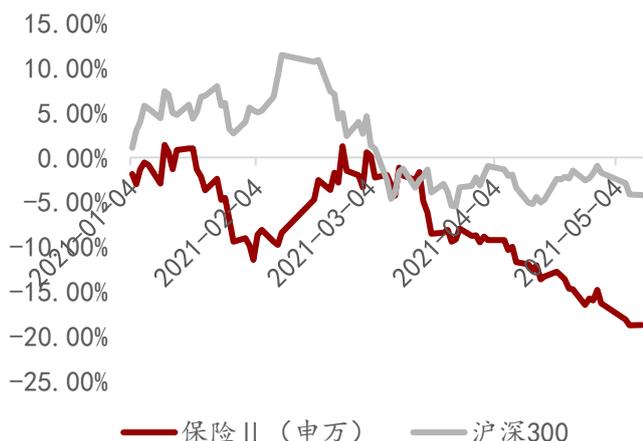
正文目录

1 行情回顾.....	3
2 业绩概述.....	3
3 寿险：负债端呈复苏态势，代理人持续脱落.....	4
4 财险：综合成本率稳中有降，盈利情况基本符合预期.....	6
5 投资：投资收益好于预期，助推净利润增长.....	7
6 投资建议.....	8
7 风险提示.....	8
图表 1：沪深 300 指数、保险指数年累计涨跌幅.....	3
图表 2：五大上市险企年累计涨跌幅.....	3
图表 3：上市险企 21Q1 保险业务收入（单位：亿元）.....	3
图表 4：上市险企 21Q1 归母净利润（单位：亿元）.....	4
图表 5：上市寿险公司总保费收入（亿元）及同比增速.....	6
图表 6：各上市寿险公司保费收入情况（亿元）.....	6
图表 7：上市财险公司总保费收入（亿元）及同比增速.....	7
图表 8：各上市财险公司保费收入情况（亿元）.....	7
图表 9：主要上市险企 21Q1 投资资产.....	7
图表 10：主要上市险企 21Q1 总投资收益.....	7
图表 11：主要上市险企 21Q1 总投资收益率.....	8

1 行情回顾

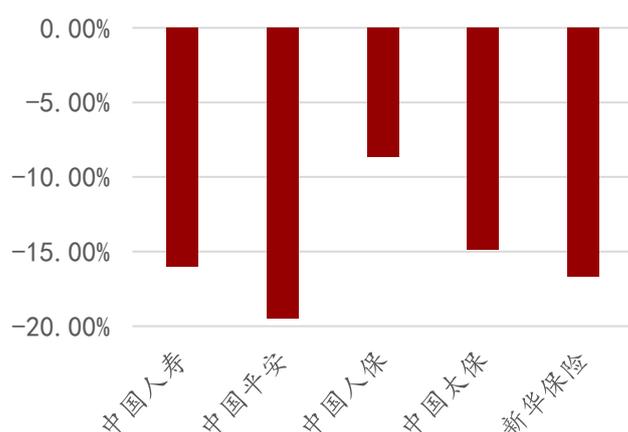
截至2021年5月10日,保险指数较年初累计下跌18.72%,沪深300指数年累计下跌4.20%,保险板块大幅跑输沪深300指数,相对收益-14.52%。个股方面,五大上市险企均震荡下行,中国人寿、中国平安、中国人保、中国太保、新华保险年累计涨跌幅分别为-16.02%、-19.49%、-8.68%、-14.84%、-16.70%,中国人保跌幅最小,中国平安跌幅最大。

图表1: 沪深300指数、保险指数年累计涨跌幅



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 五大上市险企年累计涨跌幅

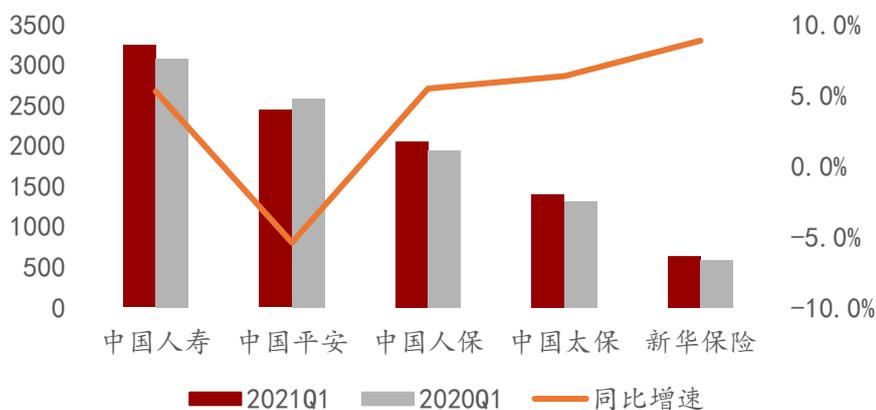


资料来源: Wind, 万联证券研究所

2 业绩概述

一季度保费收入实现正增长,负债端呈复苏态势。2021年一季度,五大上市险企保险业务收入合计9754.22亿元,同比增长2.8%。其中:中国人寿、中国平安、中国人保、中国太保、新华保险实现保险业务收入3238.92亿元、2439.41亿元、2047.54亿元、1394.43亿元、633.92亿元,同比+5.2%、-5.4%、+5.4%、+6.3%、+8.8%,仅中国平安外,其余四家上市险企保费收入均实现正增长,负债端呈现明显复苏态势。

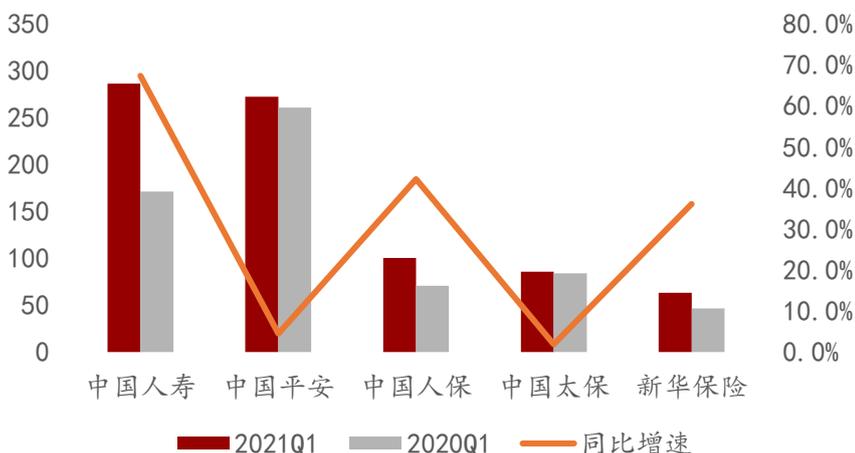
图表3: 上市险企 21Q1 保险业务收入 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

投资收益好于预期，助推险企净利高增。2021年一季度，五大上市险企归母净利润合计806.98亿元，同比大幅增长27.6%。其中：中国人寿、中国平安、中国人保、中国太保、新华保险分别实现归母净利润285.89亿元、272.23亿元、100.34亿元、85.47亿元、63.05亿元，同比+67.3%、+4.5%、+42.1%、+1.9%、+36.0%，中国平安因对华夏幸福相关投资资产进行减值计提及估值调整，对21Q1归母净利润造成较大负面影响。

图表4: 上市险企 21Q1 归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

3 寿险: 负债端呈复苏态势, 代理人持续脱落

负债端呈复苏态势, 新单增长分化明显, 代理人增员提质普遍承压。保费方面, 整体来看21Q1负债端小幅回暖, 保费收入同比+2.7%。上市险企新单保费增速呈现分化, 其中: 1) 国寿受到20年同期保费高基数的影响, 新单保费同比-6.4%; 2) 平安受益于去年同期保费低基数和21年开门红销售, 个险新单保费同比增长19.1%; 3) 人保寿采取压缩低价值趸交业务的经营策略, 短期内新单增长承压, 同比-3.9%, 但长期来看利好公司业务结构和价值增长; 4) 太保寿新单业务实现大幅增长, 同比+35.9%至163.36亿元, 其中新单期交同比大幅增长49.5%, 主要得益于21年开门红和新旧重疾过渡期带来的积累客户消化; 5) 新华新单保费同比+22.0%, 主要受银保期交业务大幅增长提振。人力方面, 个险代理人持续脱落, 国寿、平安21Q1代理人数量同比-7.0%、-3.7%, 代理人队伍建设面临一定压力, 建议持续关注险企人力质态改善情况。

中国人寿: 期交业务增长受阻, NBV明显承压, 代理人队伍持续清虚, 坚持有效队伍驱动策略。21年Q1公司实现保费收入3238.92亿元, 同比增长5.2%; 续期保费达人民币2,214.43亿元, 同比增长11.7%; 短期险保费335.84亿元, 同比增长2.3%。受20年同期保费高基数的影响, 新单期交业务呈现负增长: 首年期交保费682.76亿元, 同比下降10.2%; 十年期及以上首年期交保费196.56亿元, 同比大幅下滑22.5%。价值方面, NBV同比下降13.2%, 我们认为NBV负增长主要由保险需求放缓使高价值长期险新单销量下滑所致。人力方面, 截至21Q1, 公司总销售人力135.7万人。其中, 个险销售人力128.2万人, 较20年末下降7.0%, 低产能代理人持续脱落。我们认为, 在“鼎新工程”改革部署下, 基本法全面升级, 公司在人员招募、培训体系建设、队伍绩效考核等方面均处于不断优化中, 代理人队伍质态改善预期强。

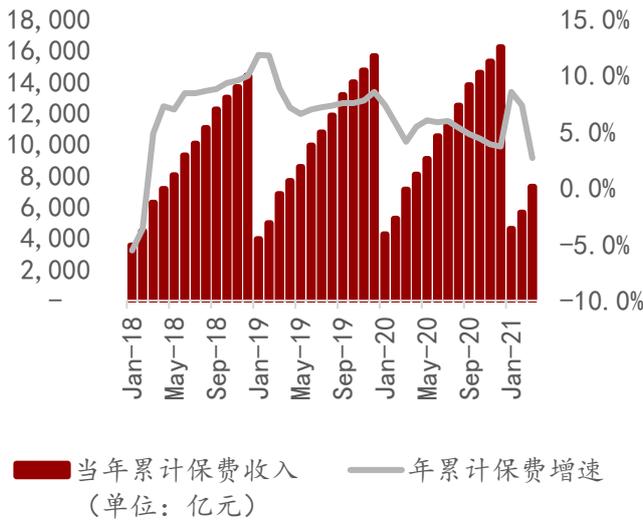
中国平安：NBV增速回暖，代理人持续清虚，大健康管理体系建设不断推进，“产品+服务”模式开拓中高端重疾市场。价值方面，受到去年同期低基数、开门红旧版重疾产品销售火爆的影响，公司21Q1寿险及健康险NBV同比增长15.4%至189.80亿元，结束了去年以来的负增长态势；但开门红年金险产品大量销售，拖累NBV margin同比下降2.1个百分点至31.4%。人力方面，代理人数量持续下滑，较20年末下降3.7%至98.6万人，低产能人力持续清虚。我们认为，在寿险改革进程中，打造高质量代理人队伍是人身险业务实现价值与规模突破的关键点，队伍增员与留存困难使代理人渠道改革仍面临一定压力。医疗健康生态圈建设方面，公司运用科技优势对线上、线下医疗服务和保险产品进行横向打通，为客户配备专属医生的同时，从健康、慢病、重疾和养老四个方面为客户提供全方位大健康管理，搭配多次赔付重疾新保险产品，瞄准中高端市场，全面构建医疗健康生态圈。我们认为，医疗健康服务与保险保障相结合的新型保险产品在健康险市场上具备明显的竞争优势，有望带动互联网医疗和健康险业务齐头并进。

中国人保：负债端增长动力不足，期交业务发展承压；健康险高速发展，业务结构持续改善。21Q1人保寿险实现原保险保费收入506.60亿元，同比下降5.4%，负债端增长乏力。新业务方面，长险首年保费收入出现明显下滑，同比-17.6%。其中，趸交保费同比大幅下滑38.1%，期交首年保费同比+7.3%，期交新业务占比大幅提升，产品结构由趸交主导转向期交主导；十年及以上期交首年保费收入15.81亿元，同比-18.1%，我们认为十年及以上期交新业务较大幅度的缩减将影响NBV表现，公司价值转型仍面临一定压力。21Q1人保健康实现原保险保费收入171.90亿元，同比增长37.0%。新业务方面，长险首年保费同比大幅增长94.1%，短险保费同比-5.1%，长险新业务规模占比超越短险，业务结构改变利好公司未来价值增长。

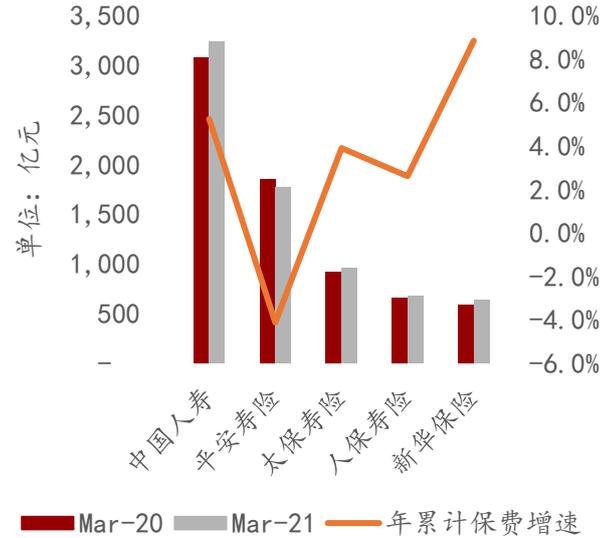
中国太保：新业务增长好于预期，持续关注“长航行动”引领下的长期增长动能。21Q1太保寿险实现保费收入954.38亿元，同比增长3.9%。代理人渠道方面，新单保费同比大幅增长35.9%至163.36亿元，其中中期交新单保费同比+49.5%至144.48亿元，我们认为期交新单的大幅增长将带动NBV回暖，推动价值增长；续期保费706.62亿元，同比小幅下滑3.1%，而续期业务占比个险业务总量的78.8%，续期保费下滑拖累渠道总体表现，新单高增下代理人渠道保费仅小幅增长2.5%。

新华保险：新单增长符合预期，渠道分化明显，业务结构有所改善，利好公司价值增长。21Q1公司实现总保费收入633.92亿元，同比增长8.8%，其中，长期险首年保费217.16亿元，同比增长10.5%；续期保费392.35亿元，同比增长8.4%；短期险保费24.41亿元，同比增长1.7%。从渠道来看，个险渠道实现总保费收入452.09亿元，同比增长17.6%，银保渠道实现总保费收入169.01亿元，同比下降10.1%，个险、银保渠道经营情况出现明显分化。从业务结构来看，长险首年保费同比+10.5%至217.16亿元，其中：新单期交保费同比增长29.2%，十年期及以上新单期交保费同比增长18.7%，业务结构更加趋于长期险主导，利好公司价值的进一步增长。

图表5: 上市寿险公司总保费收入(亿元)及同比增速



图表6: 各上市寿险公司保费收入情况(亿元)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

4 财险: 综合成本率稳中有降, 盈利情况基本符合预期

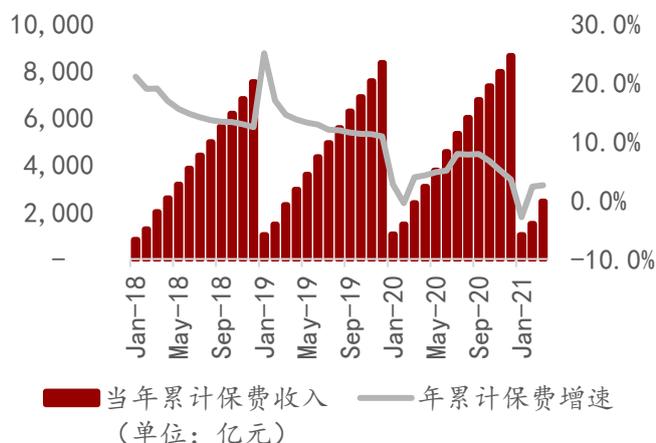
整体情况: 上市财险公司综合成本率普遍稳中有降, 财险盈利情况基本符合预期。21Q1人保财险、平安财险、太保财险保费收入同比+6.2%、-8.8%、+12.0%, 平安财险在车险和非车业务的拖累下当期保费收入同比负增长。21Q1人保财险、平安财险综合成本率分别为95.7%、95.2%, 较20年末分别下降5.4pct、1.3pct, 业务成本优化效果显著, 盈利能力得到修复。

中国人保: 成本结构明显改善, 信用险风险持续出清, 意健险持续高速增长。21Q1人保财险实现保费收入1355.52亿元, 同比增长6.2%。财险整体综合成本率同比下降5.4个百分点至95.7%, 成本率下降有利于公司利润释放。分险种来看, 车综改影响下, 车险保费同比-6.7%, 降价效果符合预期; 意健险仍受市场追捧, 保费收入同比+25.4%; 信用险业务风险持续出清, 保费收入同比大幅下降80.4%, 对财险业务盈利能力的影响大幅减弱。整体来看, 负债端表现符合预期, 叠加投资收益的好转, 人保财险实现净利润89.42亿元, 同比大幅增长40.7%。

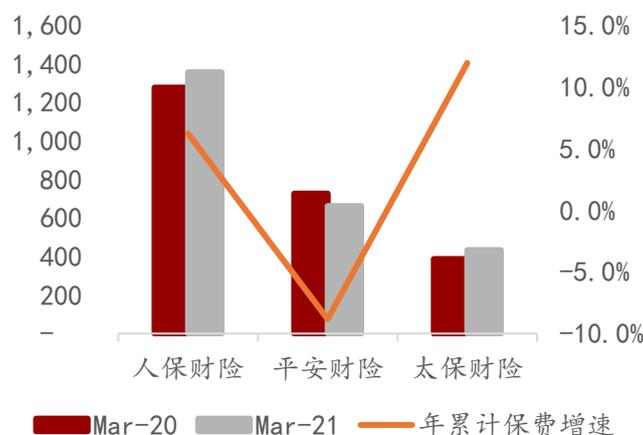
中国平安: 综合成本率有所改善, 保费压力得到有效对冲, 财险业绩基本符合预期。2021年一季度, 财险业务实现保费收入661.75亿元, 同比下降8.8%; 受益于信用保证保险业务风险逐步出清, 综合成本率微降1.3个百分点至95.2%, 成本结构优化效果显著; 营运利润同比增长15.2%至51.19亿元, 财产险盈利能力得到修复。

中国太保: 非车业务提振下, 财险总保费稳健增长, 车综改影响仍未释放完全。太保财险实现保险业务收入437.47亿元, 同比增长12.0%。其中: 车险业务受车综改影响, 保费收入218.67亿元, 同比减少7.0%; 非车业务高速发展, 保费收入218.80亿元, 同比大幅增长41.0%。

图表7: 上市财险公司总保费收入(亿元)及同比增速



图表8: 各上市财险公司保费收入情况(亿元)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

5 投资: 投资收益好于预期, 助推净利润增长

浮盈兑现推高险企总投资收益, 成为21Q1净利高增主因。21Q1中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险年化总投资收益率分别为6.44%、3.10%、4.60%、7.90%, 总投资收益表现好于预期。自2021年以来, 10年期国债收益率维持在3.2%左右, 固收类资产收益稳定, 权益市场波动较大, 险资避险情绪明显, 权益类资产回报水平受到压制, 我们判断21Q1总投资收益好于预期的主要原因为投资资产买卖价差收益增加。同时, 得益于20年同期低基数的影响, 21Q1五大上市险企归母净利润均有不同程度的增长, 中国人寿、中国平安、中国人保、中国太保、新华保险分别同比+67.3%、+4.5%、+42.1%、1.9%、+36.0%。

图表9: 主要上市险企 21Q1 投资资产



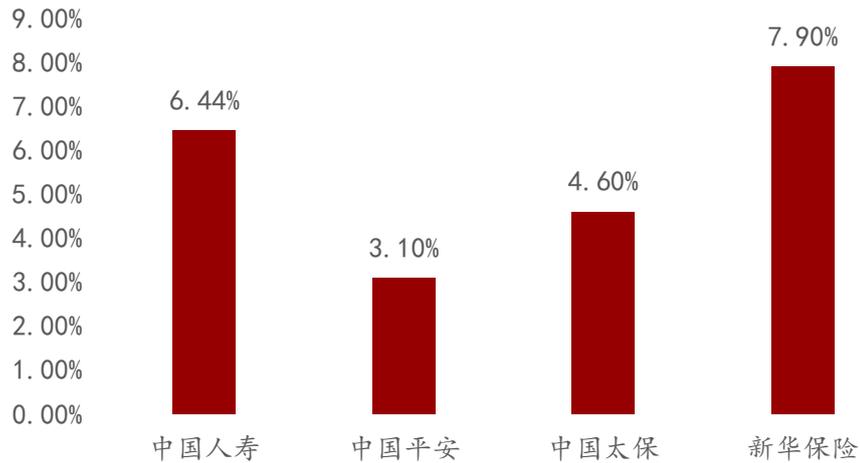
图表10: 主要上市险企 21Q1 总投资收益



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表11: 主要上市险企 21Q1 总投资收益率



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

6 投资建议

五大上市险企21Q1业绩基本符合预期, 浮盈兑现推高总投资收益, 助推险企净利润增长。寿险方面, 21Q1上市险企负债端呈现复苏态势, 除国寿、人保外, 新单保费均实现同比正增长, 预计一季度NBV表现整体向好。代理人持续脱落, 险企在队伍增员和留存方面明显承压, 人力质态改善情况不及预期, 短期来看险企保费和NBV增长动力不足。财险方面, 车险综合改革成效显著, 但对财险公司经营情况的影响尚存; 信用险业务风险持续出清; 综合成本率稳中有降, 财产险业务成本结构改善情况基本符合预期。我们认为, 后期行业复苏能否延续, 主要取决于险企改革转型成效以及康养产业的推进情况, 建议关注寿险改革驱动下人力质态改善预期强, 以及布局康养产业、不断推进保险产品创新的头部险企。当前保险板块个股估值处于低位, 考虑到行业长期成长性和上市险企优秀的盈利能力, 我们维持保险行业“强于大市”评级。

7 风险提示

新业务增长不及预期、长端利率下行、权益市场下跌。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场