重回权益投资的逻辑主线

——保险行业 4 月经营数据点评

核心观点

- **保单销售温和复苏，不构成新的投资要素。从年初以来，市场对开门红阶段在内的保费增速预期形成持续调整，但直至当前市场表现较为稳定，从银保监会近期公布的数据来看，人身险保费近年前 4 月完成总共 1.72 万亿元，同比增速为 8.4%。**由于 20 年初疫情对保费销售的重大冲击造成显著低基数效应，今年年初保费增速出现较大规模反弹，但由于行业营销员增员等原因，行业整体保费复苏持续力度不强。由此我们总体判断，从当前情况判断，寿险保费销售暂不构成行业估值提升的投资要素。
- **十年期国债收益率已于近期掉头向下，固收投资进入平滑期。**由于十年期国债收益率近期整体呈震荡态势，我们不认为 750 天十年期国债收益率移动平均线将出现明显趋势下行，从而对保险准备金负债评估影响较小，从而更倾向于认定长端利率变动定位对短期 EV 边际增速影响较弱。但由于十年期国债收益率已于近期结束上升趋势，后续计入持有至到期金融资产（新会计准则科目以摊余成本计量的金融资产）的固收投资，在新增投资与再投资方面，都将面临较为温和的运营表现，与之相比，权益投资将重新回到保险股投资的核心决定要素。
- **从行业权益投资弹性观察，我们预计，权益投资将重新回到保险股投资的核心决定要素。**4 月底保险行业表内的股票和基金持仓已经达到了 2.90 万亿，为行业净资产的 106%，此比值是近年少有的超过 100%，也是明确达到近年高峰，即我们会进一步的确认保险行业的大盘放大器效应。此外我们也关注一点，保险公司现在的权益持仓占总管理资产占比已经达到了 12.8%，此占比已经达到了 16 年以来的历史高点附近。
- **保险权益持仓现在已经普遍达到 16 年来的近年高点，股票和基金有效持仓达到 AUM 的 12.8%。但我们考虑到保险行业当前权益乘数为 8.92X，同时行业股票和基金有效持仓/净资产占比为 106%，即简单测算持仓资产上涨 10%，反映到净资产上涨为 10.6%。**由于平安/新华/太保/国寿的调整后净资产/EV 比值分别为 57%/61%/56%/53%，同时考虑到国寿和新华为代表的纯寿险公司的股票和基金有效持仓/净资产占比更高，我们可判断权益投资对 EV 敏感性最高的显然为新华和国寿，与上述逻辑保持一致。

投资建议与投资标的

- **综上所述，我们将保险当前的投资主线定位于权益市场弹性放大器的逻辑。同时考虑到今年 EV 增速仍将保持稳健增长，各家公司仍能维持在 15%左右的增速预期，由此预期对股价形成较强的支撑效应。维持行业看好评级。**后续建议关注中国人寿(601628，未评级)、新华保险(601336，未评级)、中国平安(601318，未评级)。

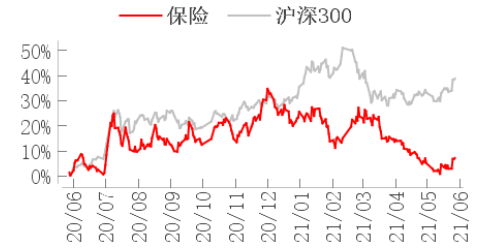
风险提示

- 市场超预期下行的系统性风险。
- 长端利率超预期快速下行。

东方证券 ORIENT SECURITIES

行业评级	看好	中性	看淡	(维持)
国家/地区				中国
行业				保险行业
报告发布日期				2021 年 05 月 27 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 唐子佩
021-63325888*6083
tangzipei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514060001

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

1. 保单销售温和复苏，不构成新的投资要素 3
2. 保险投资的主逻辑仍应继续关注权益投资 4
3. 投资建议 6
4. 风险提示 6

图表目录

图 1：2021 年人身险保费增速整体较为缓和（百万元） 3
图 2：10 年期国债收益率上行趋势结束，但准备金补计提压力整体平滑（%） 4
图 3：险资权益投资占比当前位置较高，且受益于权益乘数较高，beta 充足（%） 4
图 4：险资当前权益持仓对净资产敏感性超过 106% 5
图 5：重点公司调整后净资产/EV 比值 5

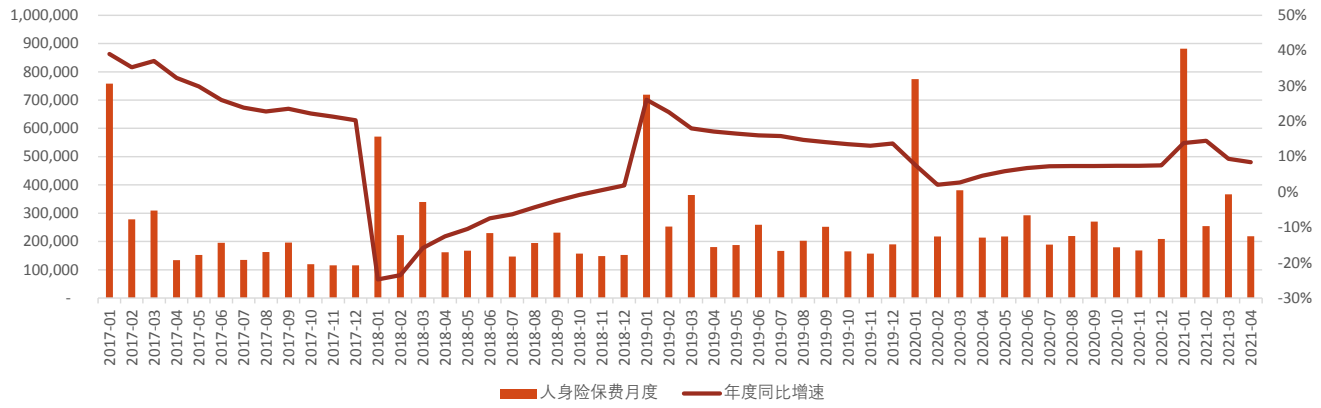
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

1. 保单销售温和复苏，不构成新的投资要素

从年初以来，市场对开门红阶段在内的保费增速预期形成持续调整，但直至当前市场表现较为稳定，从银保监会近期公布的数据来看，人身险保费近年前 4 月完成总共 1.72 万亿元，同比增速为 8.4%。

由于 20 年初疫情对保费销售的重大冲击造成显著低基数效应，今年年初保费增速出现较大规模反弹，但由于行业营销员增员等原因，行业整体保费复苏持续力度不强。从行业数据观察，今年前 4 月寿险保费收入增幅已由今年前 2 月的高点 14.5%降至前 4 月的 8.4%。由于行业营销员增员并未出现显著改善，而寿险高价值率的保费部分又恰好是金融行业内部最明确的劳动密集型产业，主要的保费销售基本上都还是靠见面沟通，个险新单预期后续增长仍将维持现状。由此我们总体判断，从当前情况判断，寿险保费销售暂不构成行业估值提升的投资要素。

图 1：2021 年人身险保费增速整体较为缓和（百万元）



数据来源：ifind，东方证券研究所

同时十年期国债收益率已于近期掉头向下，但近期整体呈震荡态势，我们不认为 750 天十年期国债收益率移动平均线将出现明显趋势下行，从而对保险准备金负债评估影响较小，从而更倾向于认定长端利率变动定位对短期 EV 边际增速影响较弱。但由于十年期国债收益率已于近期结束上升趋势，后续计入持有至到期金融资产（新会计准则科目以摊余成本计量的金融资产）的固收投资，在新增投资与再投资方面，都将面临较为温和的运营表现，与之相比，权益投资将重新回到保险股投资的核心决定要素。

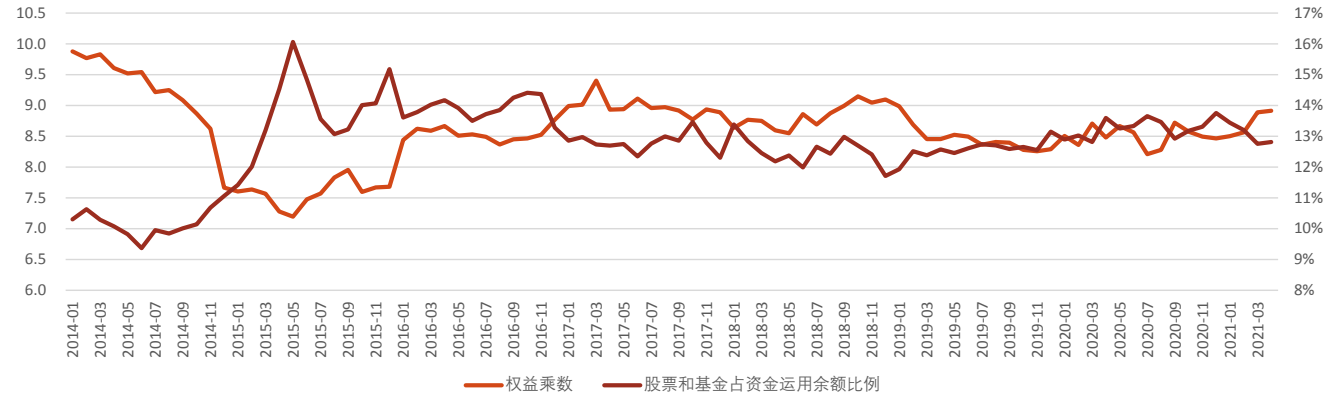
图 2：10 年期国债收益率上行趋势结束，但准备金补计提压力整体平滑（%）

数据来源：ifind，东方证券研究所

2. 保险投资的主逻辑仍应继续关注权益投资

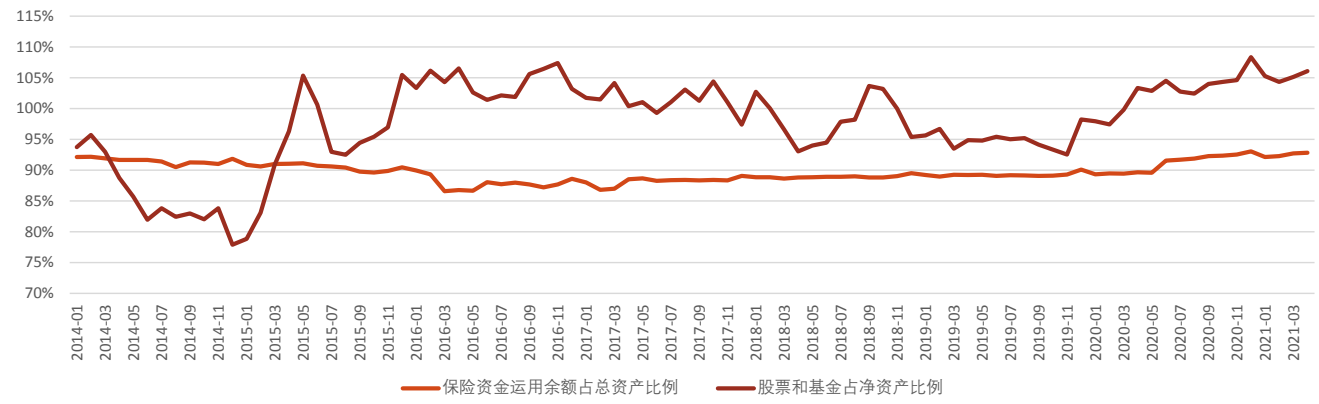
从行业权益投资弹性观察，我们预计，权益投资将重新回到保险股投资的核心决定要素。4 月底保险行业表内的股票和基金持仓已经达到了 2.90 万亿，为行业净资产的 106%，此比值是近年少有的超过 100%，也是明确达到近年高峰，即我们会进一步的确认保险行业的大盘放大器效应。此外我们也关注一点，保险公司现在的权益持仓占总管理资产占比已经达到了 12.8%，此占比已经达到了 16 年以来的历史高点附近。

图 3：险资权益投资占比当前位置较高，且受益于权益乘数较高，beta 充足（%）



数据来源：ifind，东方证券研究所

图 4：险资当前权益持仓对净资产敏感性超过 106%

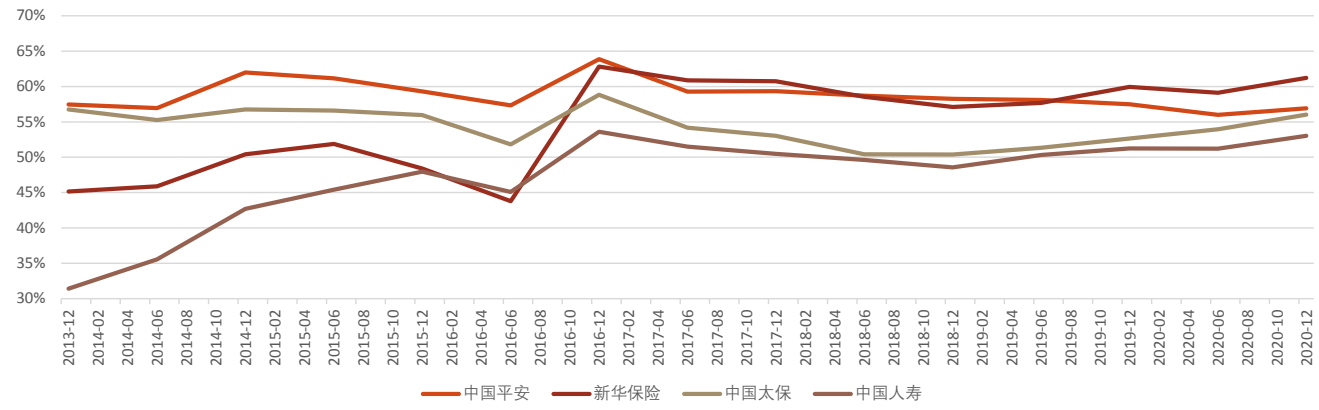


数据来源：ifind，东方证券研究所

当前保险资管普遍加大权益配置具备当前特殊的原因：今年的保险负债成本并没有出现显著下降，但是在保险投资端，主要是非标再投资收益率出现持续的明显下降，导致权益配置仓位的被动提升，这一点对后续的市场策略可能会产生比较大的影响，一方面是权益配置仓位占比的提升，另一方面是配置风格进一步向低估值低回撤靠拢。

在定量测算方面，仍可用上面提及的分析框架来做拆解，但要素有所不同，我们用加权后的调整后净资产增速，来描述对 EV 跨年增速的敏感性。如上所述，保险权益持仓现在已经普遍达到 16 年来的近年高点，股票和基金有效持仓达到 AUM 的 12.8%。但我们考虑到保险行业当前权益乘数为 8.92X，同时行业股票和基金有效持仓/净资产占比为 106%，即简单测算持仓资产上涨 10%，反映到净资产上涨为 10.6%。由于平安/新华/太保/国寿的调整后净资产/EV 比值分别为 57%/61%/56%/53%，同时考虑到国寿和新华为代表的纯寿险公司的股票和基金有效持仓/净资产占比更高，我们可判断权益投资对 EV 敏感性最高的显然为新华和国寿，与上述逻辑保持一致。

图 5：重点公司调整后净资产/EV 比值



数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

3. 投资建议

综上所述，我们将保险当前的投资主线定位于权益市场弹性放大器的逻辑。同时考虑到今年EV 增速仍将保持稳健增长，各家公司仍能维持在 15%左右的增速预期，由此预期对股价形成较强的支撑效应。后续建议关注中国人寿，新华保险和中国平安。

4. 风险提示

市场超预期下行的系统性风险。

长端利率超预期快速下行。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话： 021-63325888

传真： 021-63326786

网址： www.dfzq.com.cn