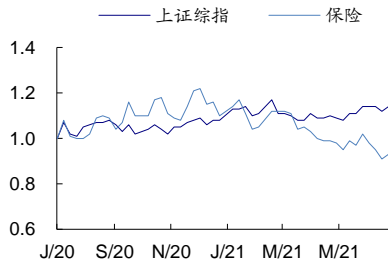


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《六月策略及行业数据: 寿险开始跑赢指数, 继续看好》——2021-06-04  
 《5月策略及财报综述: 复苏加通胀, 无限风光看险峰》——2021-05-10  
 《美国寿险专题: 看清寿险未来: 业务、渠道及竞争格局》——2021-04-26  
 《四月策略及行业跟踪: 寿险估值筑底, 向上可期》——2021-04-06  
 《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

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号: 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号: 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号: S0980520040003

证券分析师: 王可

电话: 021-61761053  
 E-MAIL: wangke4@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521060001

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

## 龙头险企前景依然良好

● 观点: 经济周期影响股价, 行业成长性依然充足

股价: 央行于6月10日收盘后公布了5月的社融数据, 增速进一步下滑, 压制经济修复的预期, 导致寿险资产端的再投资风险进一步上升, 最终中国平安等A股寿险企业的股价再次走低。例如, 中国平安股价近期以来首度跌破70元心理价位。短期, 我们维持“增持”评级。

投资观点: 目前我们投资A股寿险, 主要赚的是经济周期中保单重新估值的钱, 而未来待大型寿险企业转型成功, 我们将能赚取更加稳定且持续的利润。当下, 不仅仅是渠道在转型, 各个业务环节都在转型升级, 行业不再以一站式寿险公司为主体, 将以聚焦于各业务环节的企业群为主体, 而聚焦于后端服务网络的龙头寿险企业的发展前景依然良好。

● 长期而言: 行业多维度转型, 龙头前景依然良好

寿险行业的成长性非常充足, 投资者的视野可跳得更远。以前, 各企业的发展策略非常同质化, 即主要用重疾险来提升业务利润率, 同时用“年金+万能险”组合或者终身寿险等产品冲刺保费规模。在打法同质化的背景下, 不仅是大型寿险企业开始寻求转型, 整个行业都在转型。以前行业是以保险公司为主体, 未来将是聚焦于不同业务环节的企业群为主体, 而当下龙头寿险公司正在布局后端服务网络, 这才是最具有规模优势和行业话语权的环节, 所以龙头寿险企业的前景依然良好, 因为客户一定会为后端服务网络买单, 而不一定会为一张保单买单。

● 行业近况: 寿险产险负债端皆承压

2021年1季度, 寿险方面, 新华(50%)>太保(34%)>平安(23%)>国寿(-6%)>人保(-17%), 而4-5月的保险增速呈现显著下滑趋势, 预计主要是1月重疾定义切换消耗了较多的需求, 影响后续月份的表现。产险方面, 受车险改革的影响, 保费增速下滑, 后续龙头企业或能提升市场份额。5月同比增速, 平安财险(-5.22%)>行业(-8.80%)>中国财险(-10.27%)。

● 业绩预测: 权益资产表现靓丽, 支撑业绩

截至上半年, 我们预计各家上市企业的归母净利润增速如下, 中国人寿(37%)>友邦(19%)>新华(17%)>平安(9%)>太保(7%), 同时预计内含价值增速差异不大, 均能维持在6%-7%之间。

● 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	64.28	75	84	0.86	0.77
601628	中国人寿	买入	33.89	37	42	0.92	0.81
601601	中国太保	买入	28.97	49	55	0.59	0.53
601336	新华保险	买入	45.91	72	80	0.64	0.57
1299.HK	友邦保险	买入	97.05	50	56	1.94	1.75

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测(港股收盘价为港元)

## 投资建议

对于当下，寿险企业的股价表现，我们始终认为经济周期才是核心因素。自 2020 年疫情以来，整体经济受到一定冲击。同时，自 2021 年以来，财政政策和货币政策相对比较克制，同时政府对地产等周期行业执行一定程度的去杠杆政策。在此背景下，社融恢复常态，增速进一步下滑，压制经济修复的预期，这样的话，寿险股价或暂时难以有大幅表现。短期内，我们维持“增持”评级。

但过于关注短期的周期因素，便容易忽视行业真正的投资价值。我们还是需要聚焦于行业的长期基本面。长期而言，我们认为“保险+医院”的医疗险是未来保障型险种的主流，成长性最持续，且业务模式最利于龙头企业，因为在这个赛道中，企业的规模越大，其竞争实力则越强。当下在国内，这种模式已经发展开来，从中高端医疗险开始，其中中端医疗险可对接国内的高端诊所和公立医院的特需部门，而部分客户对此服务的需求是刚性的。法国的 MSH 等企业已经深耕中高端医疗网络多年，已经积累了一定的高端客户群，而众安在线和平安好医生等正在发展线上模式，试图覆盖中产阶层，同时，中国平安正在重整方正集团旗下的医疗集团，如果此线下模式成功，前景将大好。

**表 1：中高端健康险及医疗网络**

定制/套餐	产品名称	成团人数	支付网络优势	价位	理赔服务及医疗网络提供商
固定套餐 固定费率直接投保	平安健康 质优团体	5 人成团，至少 3 名员工	大陆、港澳台	中低	平安自由服务商
固定套餐 (可定制)	安盛天平全新“睿智”计划	3 名员工成团	大中华	中低	MSH (大中华)、安盛自建网络 (欧洲)、UHC (美国)
固定套餐 灵活报价	MSH	3 名员工成团	大中华	中低	MSH (大中华)、UHC (美国)
	BUPA 超级金牌	3 名员工成团	美国	高	BUPA 自建网络
完全灵活定制	太保安联	5 名员工成团	大中华、新加坡、马来西亚	中低	太保安联自建网络+安联 (欧洲)+UHC (美国)

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

当下，整个行业都在转型，不仅仅是渠道，各个环节都在转型，其中后端服务网络是最具有战略意义的优势环节，能孵化下一个行业龙头。而中国平安、中国太保等企业也在布局于此，同时也只有龙头寿险企业才具有资源优势聚焦于此，所以我们仍然看好龙头寿险企业的长期发展空间。

## 长期而言：从渠道转型到多维度深耕

严格意义上来说，当下寿险的转型已经不再局限于渠道转型，各业务环节都在寻求转型。经纪商的迅猛发展已经在说明一个现象，当下中国寿险的转型已经不再局限于一个产品业务线或者一种渠道的转型，而是在于生态的发展，即围绕着承保、渠道、核赔、理赔以及后端的服务提供商等，各三三两两的业务环节之间，已经有企业在聚焦深耕。经济周期的波动不过是以上进程的加速器。

### 生态孵化：从一个主体到多维度聚焦

咨询公司，Roland Berger，的产业图将企业定位描述得非常形象，其中不同类型的企业聚焦到不同的业务环节，行业生态已然从单一的保险公司主体发展至多层级多聚焦点的企业群，效率提升的空间较大。而中国平安等头部寿险企业正在抢占最有优势的环节，即后端服务提供商，特别是医疗网络，有望复制美国联合健康集团的发展路径，前景依然大好。因为客户一定会为医疗网络买单，例如北上广深的中高端门诊服务，而不一定会为一张保单买单。

图 1: 从寿险产业到寿险生态



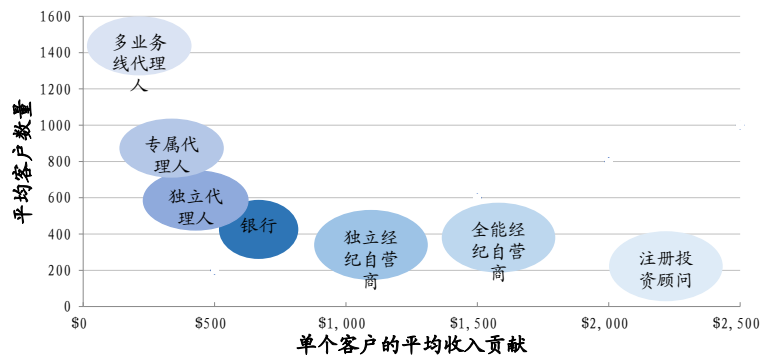
资料来源: Roland Berger, 国信证券经济研究所整理

### 渠道转型: 从产品对比到顾问服务

当下寿险产品的销售套路就是产品对比,但这种维度的发展路径其实十分落后。保险销售服务其实可以包含更多的内容,最重要的是帮助客户实现其人生的理财目标,包括买车、买房、结婚、生子以及养老理财等,因为各个重大的人生目标都离不开财富及风险的合理安排,这是理财顾问的意义所在。经纪商的出现,打破了以往传统金字塔式的销售模式,而是聚焦到服务,允许顾问获取更高的个人业务佣金,激励深耕单个客户,而不是一味的增员,以获取新单。

当渠道的话语权越来越大的时候,深耕单个客户的趋势或将成为必然。停一停脚步,深耕当下,以获取顾问佣金收入。而以往龙头寿险公司的话语权较大时,深耕单个客户不切实际,因为这难以为寿险公司迅速创造价值。未来的寿险行业将在两者之间找到平衡。在美国,顾问被分为多个层级,市场效率必然更高,一个专业的理财顾问可能就经营 100-200 位客户,这已经足够。

图 2: 美国各渠道的客户数量和单个客户的贡献收入



资料来源: LIMRA, 国信证券经济研究所整理

## 公司近况：寿险产险保费增速皆承压

寿险公司方面，2021年1季度，按照寿险新单期交增速排序，太保总期交保费144亿元（50%）>新华105亿元（29%）>平安605亿元（估计数，23%）>国寿683亿元（-10%），其中国寿增速较低的原因是去年一季度基数较高，一季度后单月保险增速呈现显著下滑趋势，预计主要是1月重疾定义切换消耗了较多的需求，影响后续月份的表现。未来随着需求的逐步修复，寿险企业的保费增速或见低点。

4月和5月，平安的新单保费单月增速分别为-23%和-31%，加上续期保费后增速分别为-5.58%和-3.04%。其余公司并未披露新单保费，就规模保费增速而言，太保的分别为2.88%和-3.21%，国寿为-2.02%和3.41%，新华为-0.73%和-13.51%。

寿险行业：5月人身险累计保费收入为1.83万亿元（+6.5%），单月保费收入为2087亿元（+0.58%），增速较4月进一步下滑，考虑到续期保费的增速贡献，我们预计5月新单增速不乐观，据交流，5月个险新单标准保费增速或进一步下探至更低的水平，而银保新单增速与4月持平，略微改善。

表 2：各上市企业的规模保费数据

		2021年1月	2021年2月	2021年3月	2021年4月	2021年5月
中国平安	财险	30,298.73	12,533.10	23,342.84	21,437.55	21,513.90
	环比	29.45%	-58.63%	86.25%	-8.16%	0.36%
	同比	-13.19%	-1.45%	-6.51%	-10.52%	-6.95%
	寿险	102,717.69	32,946.07	38,551.22	36,554.06	36,554.06
	环比	134.60%	-67.93%	17.01%	-5.18%	0.00%
	同比	-3.62%	-0.97%	-9.86%	-5.58%	-3.04%
中国太保	财险	18,648.00	8,115.00	16,529.00	12,449.00	11,868.00
	环比	54.51%	-56.48%	103.68%	-24.68%	-4.67%
	同比	5.57%	24.35%	14.08%	2.88%	-3.21%
	寿险	56,522.00	15,676.00	23,219.00	11,908.00	13,848.00
	环比	864.54%	-72.27%	48.12%	-48.71%	16.29%
	同比	8.79%	6.06%	-7.52%	9.08%	0.99%
中国人寿	寿险	218,900.00	35,100.00	69,900.00	29,100.00	33,400.00
	环比	719.85%	-83.97%	99.15%	-58.37%	14.78%
	同比	13.13%	1.74%	-12.41%	-2.02%	3.41%
新华保险	寿险	34,630.14	9461.07	19,300.58	10,263.21	9,016.84
	环比	398.97%	-72.68%	104.00%	-46.82%	-12.14%
	同比	12.78%	6.84%	3.29%	-0.73%	-13.51%
中国太平	财险	3,085.22	1,445.16	2,209.40	2,135.85	2,566.58
	环比	21.26%	-53.16%	52.88%	-3.33%	20.17%
	同比	5.60%	-4.32%	2.60%	-6.55%	6.84%
	寿险	37,961.70	6,980.43	14,534.50	11,161.34	10,001.24
	环比	332.27%	-81.61%	108.22%	-23.21%	-10.39%
	同比	4.79%	6.43%	-3.55%	-1.02%	-0.37%
中国财险	财险	53,112.00	27,626.00	54,814	33,809	33,261
	环比	60.44%	-47.99%	98.41%	-38.32%	-1.62%
	同比	1.15%	22.71%	4.17%	-8.82%	-7.38%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: 百万元)

产险公司方面，受车险改革的影响，保费增速下滑，后续龙头企业或仍能提升市场份额。5月同比增速，车险方面，平安财险（-5.22%）>行业（-8.80%）>中国财险（-10.27%）。

产险行业：5月财产险累计保费达到6031亿元（+2.59%），单月保费收入达到1077亿元（-2.36%），皆持续下滑，单月已经连续两个月负增长。其中，车险累计保费为3140亿元（-7.27%），单月为655亿元（-8.80%），增速继续下滑，已经持续5个月负增长，同时保证险保费收入为210亿元（-31.90%），拖累非车险增速，而第二大险种健康险累计保费收入为866亿元（+31.4%）。

## 业绩预测：资产端权益表现支撑业绩

截至上半年，考虑到投资收益的正向贡献以及750天平均利率下滑对准备金计提的负面贡献，我们预计各家上市企业的归母净利润增速如下，中国人寿（37%）>友邦（19%）>新华（17%）>平安（9%）>太保（7%），同时预计内含价值增速差异不大，均能维持在6%-7%之间。

## 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。

附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司	评级	收盘价 (元/港元)	EPS/EV		PE/PEV	
				2020	2021E	2020	2021E
601318	中国平安	买入	64.28	75	84	0.86	0.77
601628	中国人寿	买入	33.89	37	42	0.92	0.81
601601	中国太保	买入	28.97	49	55	0.59	0.53
601336	新华保险	买入	45.91	72	80	0.64	0.57
1299.HK	友邦保险	买入	97.05	50	56	1.94	1.75

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 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 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