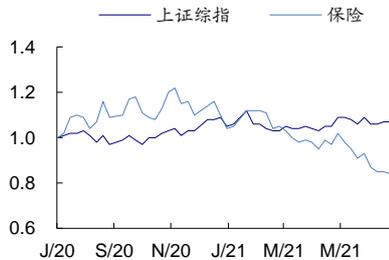


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《保险中期策略: 龙头险企前景依然良好》——2021-07-07
 《保险七月策略: 负债资产双端承压》——2021-07-03
 《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

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: daidanniao@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

寿险公司估值或已见底

● 八月观点: 维持“中性”评级, 如忽视周期因素, 估值见底

根据我们的估值模型, 如若将新单下滑的因素纳入考量, 在最悲观的情况下, 我们将新单未来的增长空间打 8 折, 同时假设存量保单的估值不变 (即忽略周期因素), 则寿险公司的基本面估值基本见底。

中国平安在 2019 年-2021 年 1-6 月的新单累计保费分别为 84.6 亿元、71.9 亿元和 73.6 亿元, 同比增速分别为 -8.5%、-15.1% 和 2.3%。在 2021 年上半年, 中国平安的新单累计保费增速基本保持了平稳, 只是保单的销售节奏有所波动, 同时预计两全险的新单占比提升, 重疾险有所下降, 新业务价值率有所承压, 我们预计 2021 年上半年新业务价值的同比下滑幅度在 10% 左右。

在具体估值层面, 我们仍然沿用“存单+新单”的逻辑, 假设新业务价值下滑幅度为 20%, 存单估值倍数为 0.3 (与以往相同), 中国平安对应的估值为 55.1 元。如若忽略周期因素, 以及与地产相关的系统性因素, 基于基本面估值, 我们认为中国平安的估值底部就是 55 元左右。

● 寿险新单情况: 销售节奏波动, 新单同比降幅 6 月收窄

6 月, 中国平安单月新业务保费增速达到 -12%, 降幅较上月 -31% 有所收窄。上半年, 因为重疾险定义切换将于 1 月末生效, 旧重疾产品享有新旧定义择优赔付的优势, 所以 1、2 月旧重疾产品的销售量大幅攀升, 整体保费同比增速达到 31% 和 24%, 创下近年来历史新高, 但也过度消耗了客户需求, 导致 3 月以后新单同比下滑。这是行业因为政策调整而产生的小 β, 并不足以全然否定行业的成长性。我们仍然看好寿险行业的成长。

同期寿险单月保费, 新华保险 (0.39%) > 中国太平 (-0.82%) > 中国人寿 (-3.44%) > 中国太保 (-7.65%) > 中国平安 (-7.91%), 财险单月保费, 中国太平 (14.39%) > 中国财险 (9.32%) > 中国太保 (2.25%) > 中国平安 (-1.09%)。

● 投资建议: 公募对中国平安的重仓位回到 2016 年, 不必悲观

居民对养老、财务管理和医疗等服务的需求离不开寿险和健康险行业, 我们对寿险行业的发展长期看好, 对行业维持“中性”评级。我们将估值模型中的新单价值倍数上修, 将中国平安的短期目标价定为 61.2 元。

● 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	53.47	75	84	0.71	0.64
601628	中国人寿	买入	28.00	37	42	0.76	0.67
601601	中国太保	买入	25.96	49	55	0.53	0.47
601336	新华保险	买入	40.47	72	80	0.56	0.51
1299.HK	友邦保险	买入	93.50	50	56	1.87	1.67

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 (港股收盘价为港元)

八月策略观点：维持“中性”评级，如忽视周期因素， 估值见底

我们采用以下估值模型：

$$\text{寿险业务市值} = \alpha * \text{新一年保单价值} + \beta * \text{存量保单价值}$$

α 为增量保单估值倍数，正常范围为 15-27， β 为存量保单估值倍数，正常范围为 1 左右。但对于内地寿险企业而言，情况变得复杂许多。首先，就新单而言，内地寿险企业的储蓄型保单占比较高，且保底利率相对较高， α 应当更低，而就存量保单而言，鉴于资产负债久期差过大，周期风险较强，存量保单倍数应当更低。

同时，参考我们以往的估值数据，我们对各寿险企业的目标股价大致判断如下，中国平安 61 元、中国太保 35 元、新华保险 53 元、中国人寿 32 元和友邦保险 98 元。鉴于友邦保险的扩张情况良好，我们假设友邦保险的新业务价值为 2019 年数值。

表 1：各寿险企业的目标股价

2020 年	中国平安	中国太保	新华保险	中国人寿	友邦保险
新业务价值	49,575	17,841	9,182	58,373	4,154
内含价值	824,574	459,320	240,604	1,072,140	67,185
α	10	10	10	10	25
β	0.3	0.3	0.3	0.3	1.1
市值	743,122	316,206	164,001	905,372	1,190,948
股本总数	18,280	9,062	3,120	28,265	12,096
目标股价	61	35	53	32	98
目前股价	54	26	41	28	94

资料来源：各公司财务报表、国信证券经济研究所预测（中国太保和中国平安为分部合并估值）

如果我们假设新单的长期增速下滑 20%，将 A 股寿险企业的 α 调到 8，则估值情况如下所示：

表 2：新业务增速调整后的目标股价

2020 年	中国平安	中国太保	新华保险	中国人寿	友邦保险
新业务价值	49,575	17,841	9,182	58,373	4,154
内含价值	824,574	459,320	240,604	1,072,140	67,185
α	8	8	8	8	25
β	0.3	0.3	0.3	0.3	1.1
市值	643,972	280,524	145,637	788,626	1,190,948
股本总数	18280	9,062	3,120	28,265	12,096
目标股价	55	31	47	28	98
目前股价	54	26	41	28	94

资料来源：各公司财务报表、国信证券经济研究所预测（中国太保和中国平安为分部合并估值）

综上所述，如果忽略周期因素，我们认为基本面估值基本见底。

寿险新单情况：销售节奏波动，新单同比降幅 6 月收窄

以下是 A 股寿险公司每月披露的保费情况（港股友邦保险不披露月报），其中中国平安披露每个月的保费明细。

根据中国平安的数据，集团在 1 月和 2 月的新单保费增速创下了历史高点，特别是 1 月份的保单规模量较大，占上半年一半以上。我们认为一二月的高增速，必然拉低了 3-6 月的增速，过度消耗了客户需求，造成一定的销售节奏波动。这背后的主要原因是重疾险定义切换于 1 月末生效，旧重疾产品享有新旧定义择优赔付的优势，所以我们预计 1、2 月旧重疾产品的销售量大幅攀升，使得整体新单保费的同比增速达到 31% 和 24%，创下近年来历史新高，但也过度消耗了客户需求，导致 3 月以后新单同比下滑。这是行业因为政策调整而产生的小 β ，并不足以全然否定行业的成长性。我们仍然看好寿险行业的成长。

表 3：A 股寿险公司保费情况

	2021 年 1 月	2021 年 2 月	2021 年 3 月	2021 年 4 月	2021 年 5 月	2021 年 6 月	总计
中国平安的新单保费	34,785	8,438	7,953	7,193	7,282	7,929	73,579
	31%	24%	-17%	-23%	-31%	-12%	2.3%
中国平安寿险总保费	102,717	32,946	38,551	36,554	36,554	34,256	270,217
	-3.62%	-0.97%	-9.86%	-5.58%	-3.04%	-7.91%	-3.7%
中国人寿寿险总保费	218,900	35,100	69,900	29,100	33,400	56,200	442,600
	13.13%	1.74%	-12.41%	-2.02%	3.41%	-3.44%	3.4%
新华保险寿险总保费	34,630	9,461	19,301	10,263	9,017	17,939	100,610
	12.78%	6.84%	3.29%	-0.73%	-13.51%	0.39%	3.9%
中国太保寿险总保费	56,522.00	15,676.00	23,219.00	11,908.00	13,848.00	20,205.00	141,378.00
	8.79%	6.06%	-7.52%	9.08%	0.99%	-7.65%	2.2%

资料来源：各公司财务报表，国信证券经济研究所整理（百万元）

公募持股：公募二季度大幅减仓中国平安等，持股总量回到 2016 年水平

对比 2020 年年末和 2021 年年中的公募基金重仓明细，中国平安的重仓排名从第 3 降至第 8，被宁德时代和药明康德等新能源和医药标的取代，持有基金数下滑 54%，占流通股比重下降 50% 至 4%，持股总市值下降 65% 至 272 万元，总体而言，整体持股总量回到 2016 年水平。

表 4：2020 年末公募基金对保险股的重仓明细

代码	名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量 (万股)	季报持仓变动 (万股)	持股占流通股比 (%)	持股总市值 (亿元)	持股市值占基金净值比 (%)	持股市值占基金股票投资市值比 (%)	所属行业
600519.SH	贵州茅台	1,654	135	8,371	1,530	7	1,672	0.85	3.16	日常消费
000858.SZ	五粮液	1,308	129	41,818	4,095	11	1,220	0.62	2.31	日常消费
601318.SH	中国平安	1,250	129	89,221	22,292	8	776	0.40	1.47	金融
2021 年年中	中国平安	578	109	42,327	-25,476	4	272	0.12	0.43	金融
同比		-53.8%	-15.5%	-52.6%	-214.3%	-50.0%	-64.9%	-70.0%	-70.7%	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（百万元）

表 5：2020 年中公募基金对保险股的重仓明细

代码	名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)	持股市值占基金净值比(%)	持股市值占基金股票投资市值比(%)	所属行业
600519.SH	贵州茅台	1,657	134	8,800	-304	7	1,810	0.79	2.88	日常消费
300750.SZ	宁德时代	1,346	117	26,535	7227	13	1,419	0.62	2.26	工业
000858.SZ	五粮液	1,269	121	45,529	-749	12	1,356	0.59	2.16	日常消费
600036.SH	招商银行	1,046	121	119,653	-3382	6	648	0.28	1.03	金融
603259.SH	药明康德	934	117	50,706	17313	20	794	0.35	1.26	医疗保健
601012.SH	隆基股份	930	127	83,791	28768	15	744	0.33	1.18	信息技术
002415.SZ	海康威视	815	102	135,154	6167	17	871	0.38	1.39	信息技术
601888.SH	中国中免	725	101	18,480	-2086	9	555	0.24	0.88	可选消费
300760.SZ	迈瑞医疗	665	100	12,881	315	26	618	0.27	0.98	医疗保健
300059.SZ	东方财富	639	101	128,365	39946	15	421	0.18	0.67	金融
601318.SH	中国平安	578	109	42,327	-25476	4	272	0.12	0.43	金融

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“中性”评级，持续看好寿险及健康险赛道

从储蓄角度分析，寿险就是“大部分的固收资产+少部分的股权资产”。自疫情以来，受益于充裕的流动性，股票市场表现大好，以公募基金为代表的权益投资品种吸引了非常多的资金，在一定程度上延迟了储蓄寿险的销售。从保障角度分析，保障型寿险受到了重疾定义切换的影响，销售节奏有所波动。

同时，在寿险行业渠道改革的背景下，代理人渠道及保费本身的波动影响了投资者对寿险行业的成长预期。

但从大趋势来讲，经济的转型离不开长期资金的集中管理，同时居民对养老、财务管理和医疗的需求离不开寿险和健康险行业。我们仍然看好寿险及健康险行业的长期成长，建议积极布局中国平安、友邦保险、中国太保、中国人寿和新华保险等企业。

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	53.47	75	84	0.71	0.77
601628	中国人寿	买入	28.00	37	42	0.76	0.81
601601	中国太保	买入	25.96	49	55	0.53	0.53
601336	新华保险	买入	40.47	72	80	0.56	0.57
1299.HK	友邦保险	买入	93.50	50	56	1.87	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。

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