

保险

21H1 综述：投资收益带动利润增长 负债端承压静待行业拐点

投资贡献利润大幅增长，剩余边际及内含价值增速放缓。2021H1 上市险企国寿、平安、太保、新华及人保归母净利润同比增速分别为+34.2%、-15.5%、+21.5%、+28.3%、+34.0%；投资收益同比增速分别为+30.1%、-15.2%、+23.2%、+28.9%、+27.9%。除平安由于华夏幸福计提减值影响较为显著外，其他各家投资收益大幅增长带动利润提升，而营运利润增长稳定。由于 NBV 增速持续乏力及保单继续率下滑对脱退差异等造成负面影响，剩余边际增速明显放缓。国寿、平安、太保、新华剩余边际余额较年初分别增长 1.6%、0.8%、1.9%、1.5%；EV 分别较年初增长 6.6%、3.8%、3.3%、4.2%。

新单保费增速分化，代理人数量缩减，NBV 及价值率均有下滑：1)、2021H1 上市险企国寿、平安、太保（个险新单）、新华新单保费收入同比增速分别为-8.4%、+3.7%、+18.5%、-1.7%。其中个险期缴新单同比增速分别为-14.3%、+3.2%、+33.7%、-1.5%，受重疾产品炒停、代理人数量持续下滑、疫情及收入不确定性对保险产品购买力下降等影响，新单保费整体有所承压，但开门红以及 Q2 以来产品推动节奏的差异致使新单表现仍有一定的分化。2)、上半年国寿、平安、太保、新华 NBV Margin 分别为 22.3%、31.2%、25.4%、12.2%，分别同比下滑 2.9pt、5.5pt、11.6pt、3.1pt，由于业务节奏及产品结构变化，以重疾为主的价值率较高的长期保障新产品新单保费占比显著下降，导致价值率下滑。3)、代理人层面数量整体下滑，国寿、平安、太保、新华代理人数量较年初分别-16.5%、-14.3%、-14.4%、-27.2%；测算下人均 NBV 分别 YoY+3.5%、+2.7%、+8.9%、-25.2%，预计部分高绩优人力产能的提升带动整体人均产能增长，但是月均有效人力、绩优人力及活动力仍有一定压力，随着各家加速压实代理人队伍规模，坚持高质态发展，产能预计有望逐步提升。

把握机会兑现浮盈，投资收益率略有提升：上半年上市险企国寿、平安、太保、新华、人保净投资收益率分别为 4.3%、3.8%、4.1%、4.5%、4.8%，分别 YoY+0.04pt、-0.30pt、-0.30pt、-0.10pt、-0.10pt；总投资收益率分别为 5.7%、3.5%、5.0%、6.5%、6.7%，YoY+0.35pt、-0.90pt、+0.20pt、+1.40pt、+1.20pt。上市险企整体在市场相对高点及时兑现股票浮盈，投资资产买卖价差大幅增长带动总投资收益率提升。资产配置方面，整体对债券配置比例略有提升，对权益类资产配置比例小幅下降。

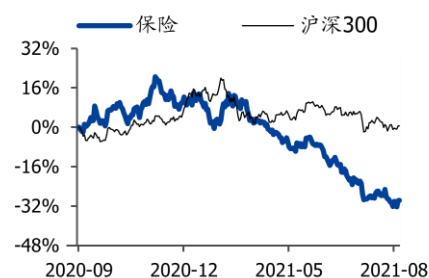
产险：车险综改下车险保费承压，综合成本率相对稳定成本结构优化。上半年人保财险、平安财险及太保财险车险保费收入同比分别-7.8%、-6.9%、-6.9%，车险综改下车险保费承压态势，9 月综改满一年后增速回暖逐步成为市场一致预期。非车险延续相对较高增长态势，在总保费中占比持续提升，且大多数公司健康险、责任险等均实现了较快的增长。整体综合成本率维持相对稳定，车险成本率整体略有提升而信保业务成本率显著改善，成本结构方面，赔付率明显上升但费用显著压缩，成本结构明显优化符合改革预期。

投资建议：目前保险公司估值仍然处在历史底部水平，但基本面仍明显承压，负债端无论新单或代理人并未出现明显的改善趋势，但后续随着代理人队伍压实及产品结构均衡发展，行业有望逐步出现拐点。后期重点关注代理人加速压实、改革方向坚定的中国太保。

风险提示：保障型产品销售不及预期风险；长断利率下行风险；权益市场下行风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 赵耀

执业证书编号：S0680519090002

邮箱：zhaoyao@gszq.com

分析师 马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com

相关研究

- 1、《保险：上市险企 7 月月报：寿险保费拐点尚未显现 财险业务增速略有下滑》2021-08-16
- 2、《保险：行业 6 月月报-寿险总保费增速转负 车险综改下增速仍承压》2021-08-08
- 3、《保险：惠民保产品迭代加速，长期影响几何？》2021-08-03



内容目录

一、投资贡献利润大幅增长，EV及剩余边际增速放缓	3
1.1、投资贡献净利润大幅增长，营运利润增速稳定	3
1.2、新业务承压继续率下滑，剩余边际及内含价值增速放缓	4
二、负债端明显承压，代理人数量持续下滑	5
2.1、新单保费增速分化，价值率及继续率均有下滑	5
2.2、代理人持续脱落，整体人均产能呈小幅提升态势	6
三、投资端把握机会兑现浮盈，总投资收益率有所提升	8
四、产险：非车险维持高增长，车险综改下成本率相对稳定	9
4.1、车险保费收入延续承压，非车险占比持续提升	9
4.2、综合成本率相对稳定结构改善，信保业务风险大幅释放	10
五、投资建议	11
风险提示	11

图表目录

图表 1: 上市险企归母净利润及同比情况 (亿元)	3
图表 2: 上市险企投资净收益及同比增速 (亿元)	3
图表 3: 平安及太保营运利润及增速情况 (亿元)	3
图表 4: 上市险企 13 个月保单继续率情况	4
图表 5: 上市险企 25 个月保单继续率情况	4
图表 6: 上市险企剩余边际余额及增长情况 (亿元)	4
图表 7: 上市险企 EV 及增长情况 (亿元)	4
图表 8: 上市险企总保费收入及同比情况 (亿元)	5
图表 9: 上市险企新单保费及同比情况 (亿元)	5
图表 10: 上市险企个险期缴新单保费及同比情况 (亿元)	5
图表 11: 上市险企上半年 NBV 及同比情况 (亿元)	6
图表 12: 上市险企 NBV Margin 情况	6
图表 13: 中国平安不同渠道及类别产品 NBV margin 情况	6
图表 14: 2021H1 上市险企代理人数量及增速情况 (万人)	7
图表 15: 上市险企代理人月均新单保费情况 (元)	7
图表 16: 上市险企代理人月均 NBV 情况 (元)	7
图表 17: 中国 10 年期国债到期收益率 (%)	8
图表 18: 上证指数及沪深 300 情况	8
图表 19: 上市险企净投资收益率情况	8
图表 20: 上市险企总投资收益率情况	8
图表 21: 上市险企财险总保费收入及增速情况 (亿元)	9
图表 22: 上市险企财险非车险总保费收入及增速情况 (亿元)	9
图表 23: 上市险企财险业务非车险保费占比情况	10
图表 24: 上市险企财险综合成本率情况	10
图表 25: 上市险企财险赔付率及费用率情况	10

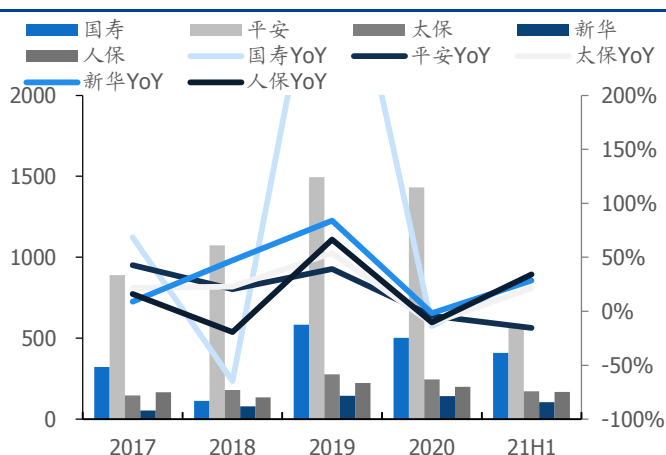
一、投资贡献利润大幅增长，EV及剩余边际增速放缓

1.1、投资贡献净利润大幅增长，营运利润增速稳定

资产买卖及处置收益大幅增长，推动净利润提升：截至 21H1，国寿、太保、新华及人保归母净利润分别为 409.75 亿元、173.04 亿元、105.46 亿元、168.84 亿元，YoY+34.2%、+21.5%、+28.3%、+34.0%；四家分别实现投资净收益 1272.16 亿元、504.53 亿元、326.04 亿元、358.95 亿元，YoY+30.1%、+23.2%、+28.9%、+27.9%，增长均较为明显。其中国寿资产买卖价差收益 374.87 亿元，YoY+84.1%；太保证券买卖收益 150.51 亿元，YoY+85.7%；新华投资资产买卖价差损益较去年年底大幅增长 85.1%；人保处置金融工具损益达到 104.12 亿元，YoY+137.4%，各家投资收益增长对利润增长有明显贡献。

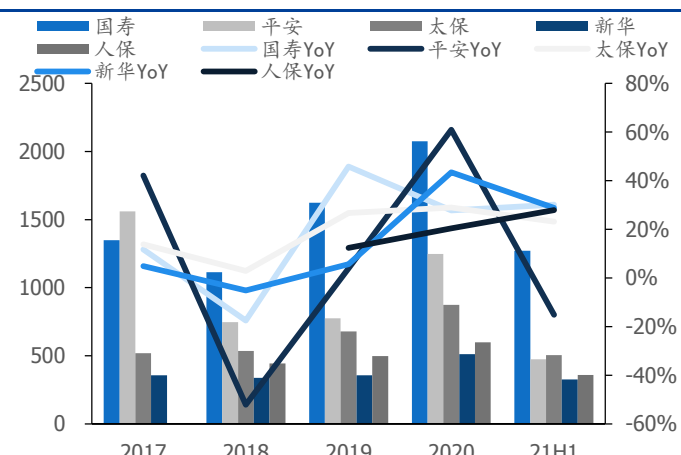
华夏幸福减值持续计提，拖累平安利润表现：受华夏幸福事件影响，上半年平安实现归母净利润 580.05 亿元，YoY-15.5%。由于一季度公司已对华夏幸福减值 182 亿元，二季度延续减值力度，上半年合计对华夏幸福减值 359 亿元，对公司归母净利润影响为 208 亿元，拖累公司利润增长，预计后期仍将会有持续的减值计提。

图表 1：上市险企归母净利润及同比情况（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

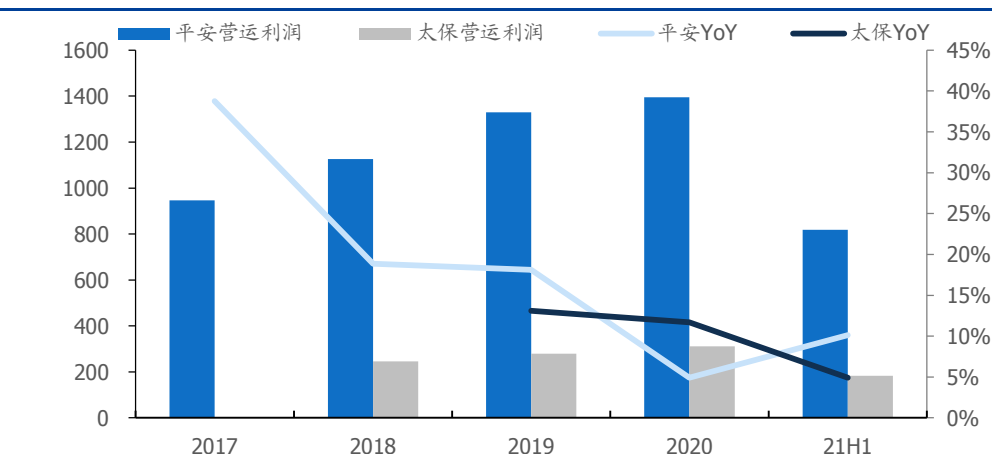
图表 2：上市险企投资净收益及同比增速（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

营运利润仍维持稳定增长：平安、太保上半年剔除准备金调整影响以及投资偏差口径下的营运利润分别为 818.40 亿元、182.79 亿元，YoY+10.1%、+4.9%。

图表 3：平安及太保营运利润及增速情况（亿元）



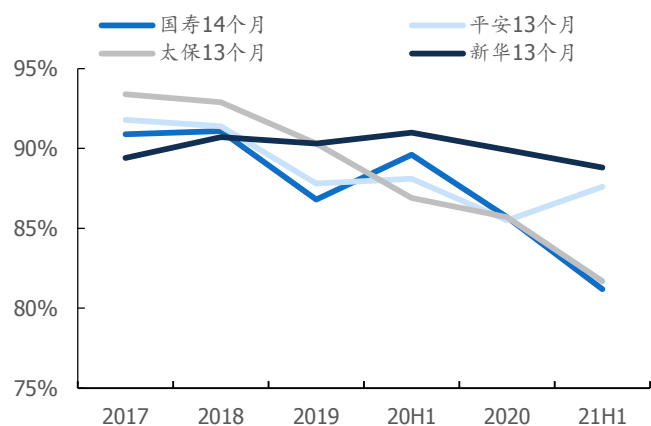
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2、新业务承压继续率下滑，剩余边际及内含价值增速放缓

疫情下保单继续率明显下滑，对营运偏差及脱退差异产生负面影响：截至本期末上市险企保单继续率整体有所压力，尤其13个月继续率均出现不同程度的下滑。国寿、平安、太保、新华25个月继续率分别为81.6%、82.0%、80.9%、85.8%，YoY-1.7pt、-3.1pt、-5.8pt、+1.2pt；13个月继续率分别为81.2%、87.6%、81.7%、88.8%，YoY-8.4pt、-0.5pt、-5.2pt、-2.2pt，对EV中的营运偏差和剩余边际的脱退差异产生负面影响。

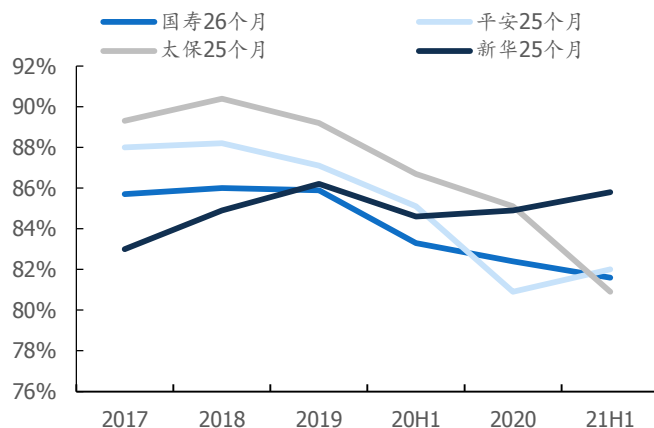
继续率下滑问题得到保险公司重视，未来有望逐步企稳回升：后疫情时代居民收入的不确定性、公司代理人脱落及恶意退保等问题仍有持续，使得各家继续率延续下滑态势。但近年持续的继续率下滑也得到公司层面的重视，不少公司也将保险继续率纳入代理人基本法或者分支机构的考核中，加强业务品质管理，未来伴随代理人数量的持续压实，继续率有望逐步企稳回升。

图表4：上市险企13个月保单继续率情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

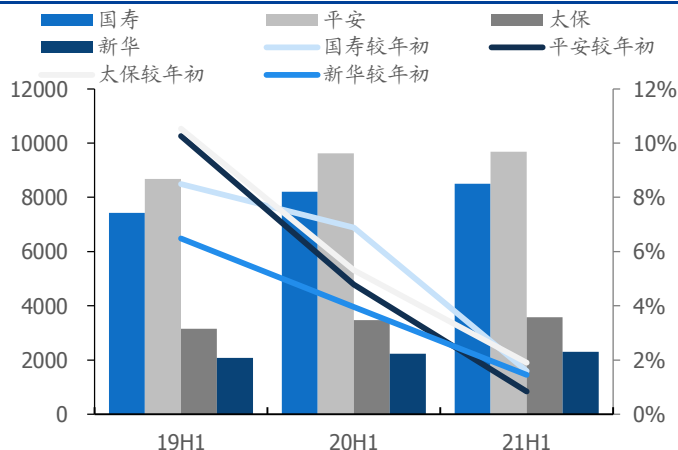
图表5：上市险企25个月保单继续率情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

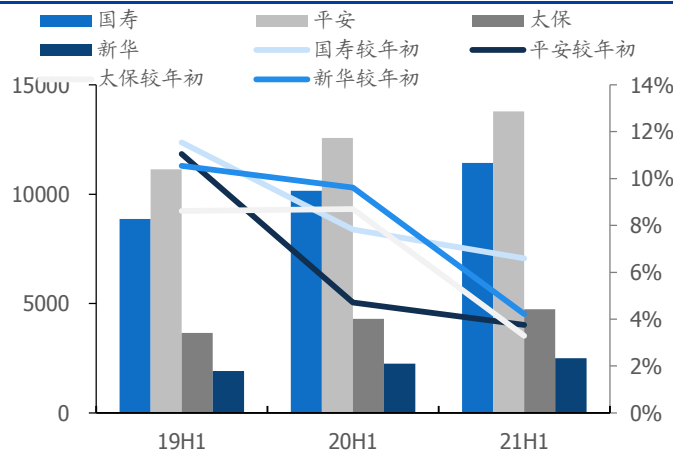
截至2021H1，国寿、平安、太保、新华剩余边际余额分别为8506.80亿元、9682.12亿元、3577.13亿元、2304.71亿元，较年初分别增长1.6%、0.8%、1.9%、1.5%，NBV的持续负增长以及保单继续率下滑对脱退差异等造成负面影响，剩余边际增速明显放缓。四家上市公司EV分别较年初增长6.6%、3.8%、3.3%、4.2%，EV增速同样有所放缓。

图表6：上市险企剩余边际余额及增长情况（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表7：上市险企EV及增长情况（亿元）



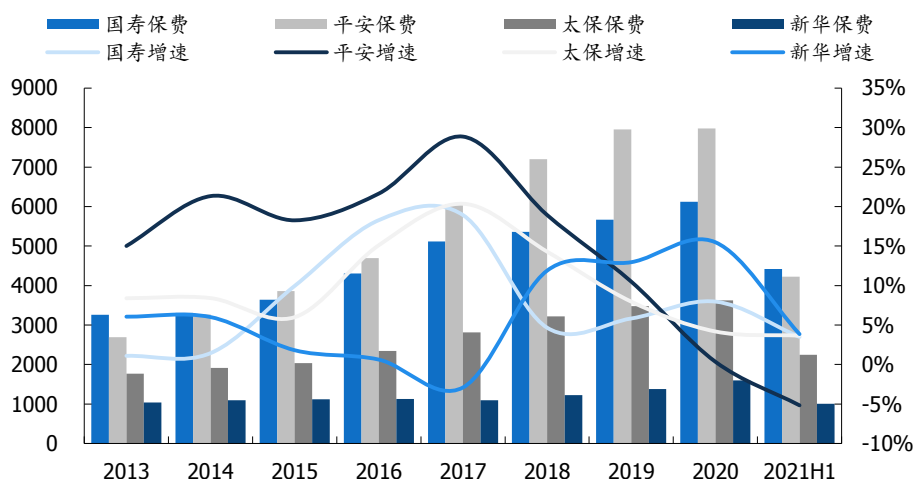
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

二、负债端明显承压，代理人数量持续下滑

2.1、新单保费增速分化，价值率及继续率均有下滑

2021H1 上市险企国寿、平安、太保、新华分别实现保费收入 4422.99 亿元、4224.98 亿元、2245.18 亿元、1006.10 亿元，YoY+3.5%、-5.2%、+3.7%、+3.9%，整体增速持续下滑。

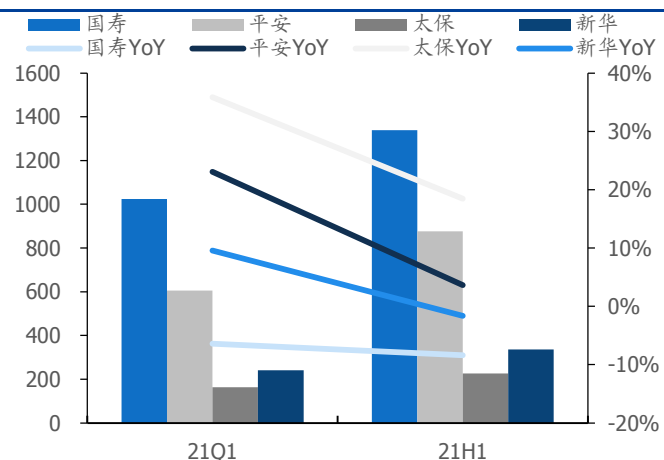
图表 8：上市险企总保费收入及同比情况（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

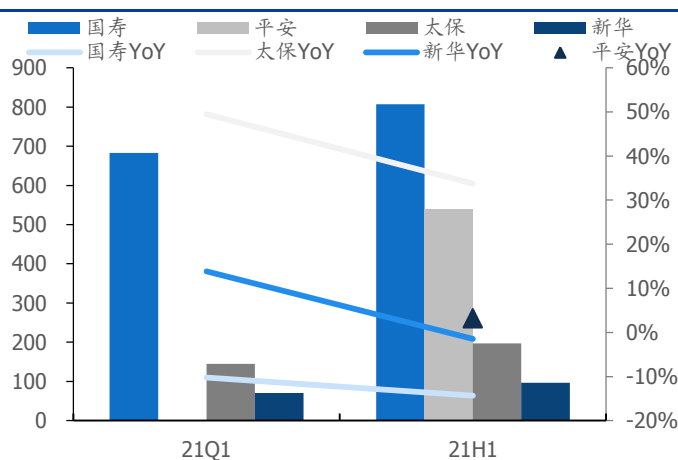
上市险企新单保费增速有所分化，但 Q2 承压更为显著：2021H1 上市险企国寿、平安、太保（个险新单）、新华实现新单保费收入 1339.14 亿元、876.41 亿元、225.87 亿元、336.19 亿元，YoY-8.4%、+3.7%、+18.5%、-1.7%；以个险期缴保费收入同比看，四家同比增速分别为-14.3%、+3.2%、+33.7%、-1.5%，太保及平安新单表现相对稍好，主要由于开门红的提前布局使得 Q1 新单保费同比呈现较为明显的增长趋势，而 Q2 重疾产品切换后行业经营环境更为困难，各家新单保费累计同比不同程度下行。

图表 9：上市险企新单保费及同比情况（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：平安为用于计算 NBV 的新单保费；太保为个险新单保费。

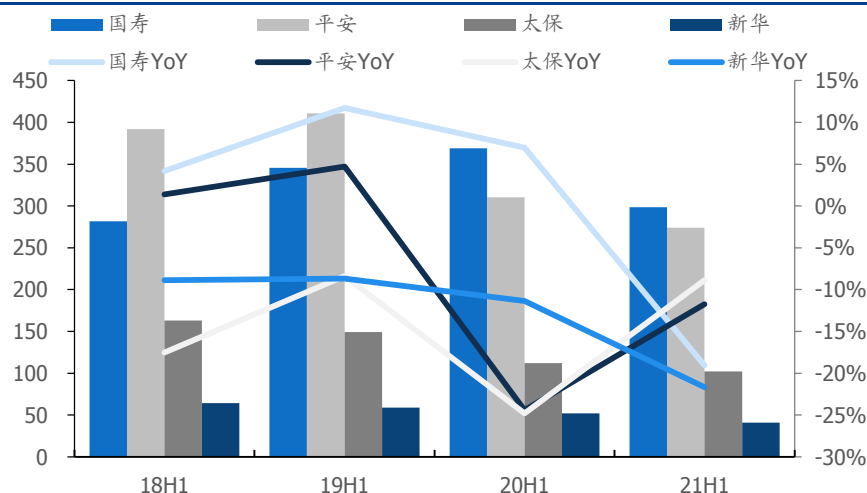
图表 10：上市险企个险期缴新单保费及同比情况（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：除国寿为期缴新单外，其余均为个险期缴新单；平安未披露 Q1 数据。

整体上半年上市险企国寿、平安、太保、新华 NBV 增速分别为-19.0%、-11.7%、-8.9%、-21.7%，相较去年平安及太保在更为明显的负增长下，NBV 负增长收窄，国寿及新华在相对较高的基数下整体增速有所下滑。

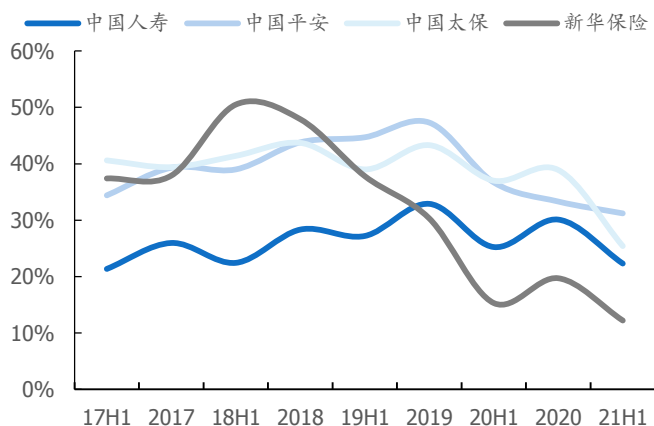
图表 11: 上市险企上半年 NBV 及同比情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

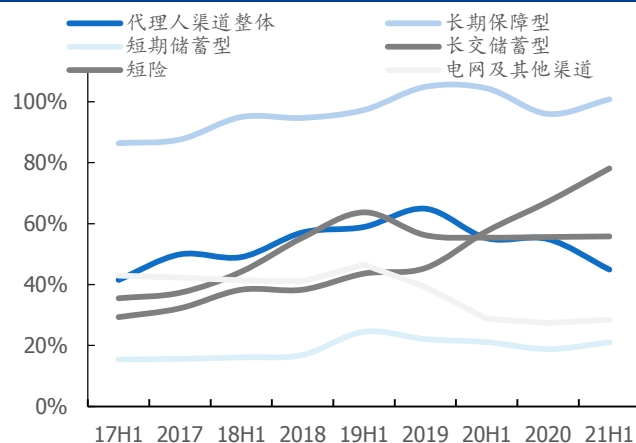
重疾占比下降、储蓄类占比提升，产品结构变化致使险企价值率下滑：2021H1 上市险企国寿、平安、太保、新华 NBV Margin 分别为 22.3%、31.2%、25.4%、12.2%，分别同比下滑 2.9pt、5.5pt、11.6pt、3.1pt。价值率下降主要和业务节奏及产品结构变化有关，以重疾为主的价值率较高的长期保障新产品新单保费收入下降显著，在总新单中占比下降，而储蓄类的年金、两全等占比提升，但价值率受一定负面影响。

图表 12: 上市险企 NBV Margin 情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 中国平安不同渠道及类别产品 NBV margin 情况



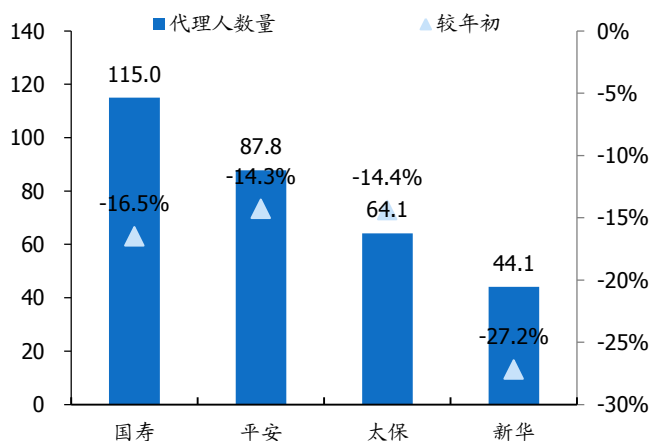
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.2、代理人持续脱落，整体人均产能呈小幅提升态势

总销售人力下滑，入口端增员难度提升，出口端清虚力度加大：2021H1 国寿、平安、太保（月均）、新华个险代理人数量分别为 115.0 万人、87.8 万人、64.1 万人、44.1 万人，较年初分别-16.5%、-14.3%、-14.4%、-27.2%，当前各公司在行业环境下逐步加大清退无效人力，同时入口端增员要求提升、增员难度加大，代理人数量有明显脱落。

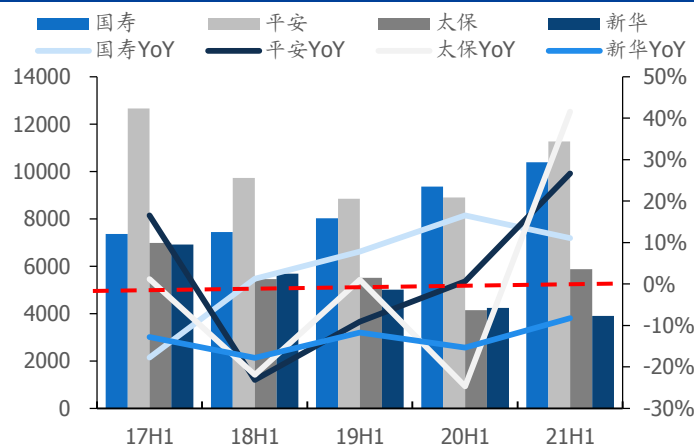
人均新单及人均 NBV 均有提升，测算下大部分公司代理人人均产能有所提升：测算下上市险企国寿、平安、太保、新华人均月新单保费分别为 10392 元、11266 元、5873 元、3897 元，YoY+11.1%、+26.6%、+41.6%、-8.2%；人均月 NBV 分别为 3820 元、3903 元、2660 元、1243 元，YoY+3.5%、+2.7%、+8.9%、-25.2%，人均 NBV 小幅提升主要由于各家加大低产能代理人的清虚力度，同时储蓄型产品推动力度加大带动人均新单整体明显提升。但同时 21H1 平安代理人活动率为 43.9%，YoY-9.1pt；太保营销员月均举绩率为 50.1%，YoY-12.4pt，整体产能提升预计主要是由于高绩优人力产能较高带动平均水平提升，但整体月均有效人力、绩优人力及活动率仍有一定压力。

图表 14: 2021H1 上市险企代理人数量及增速情况 (万人)



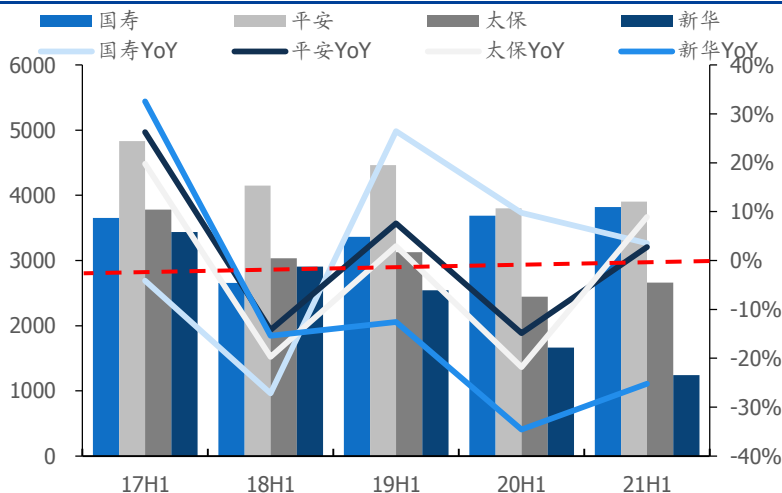
资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：太保为月均人力。

图表 15: 上市险企代理人月均新单保费情况 (元)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 16: 上市险企代理人月均 NBV 情况 (元)

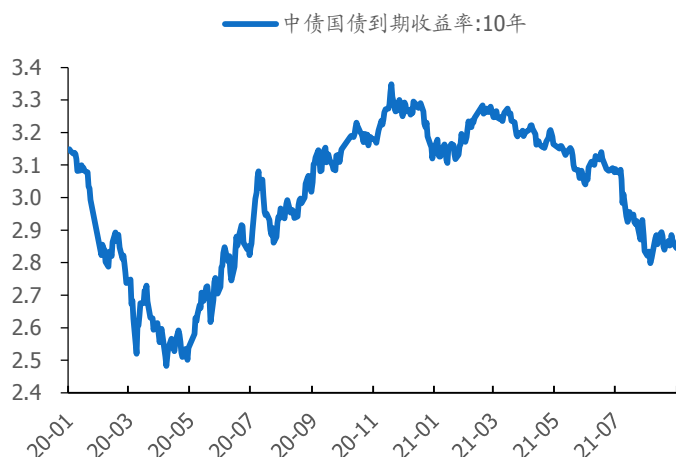


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

三、投资端把握机会兑现浮盈，总投资收益率有所提升

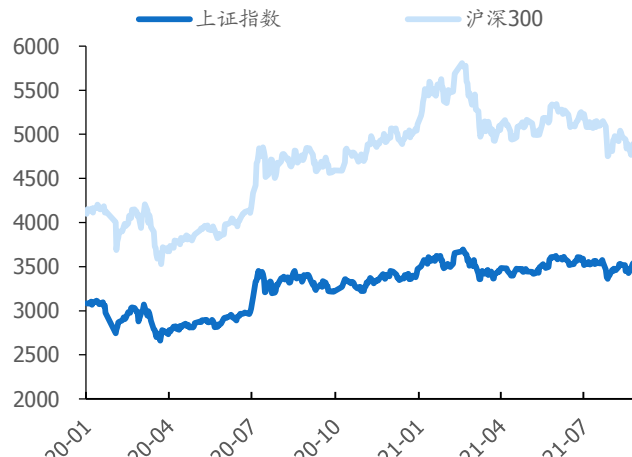
上半年长端利率逐步震荡下行，但年初一度上行至 3.2% 以上；权益市场方面，上证指数年初高位调整，此后基本处于震荡态势，但板块热点频现。

图表 17: 中国 10 年期国债到期收益率 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

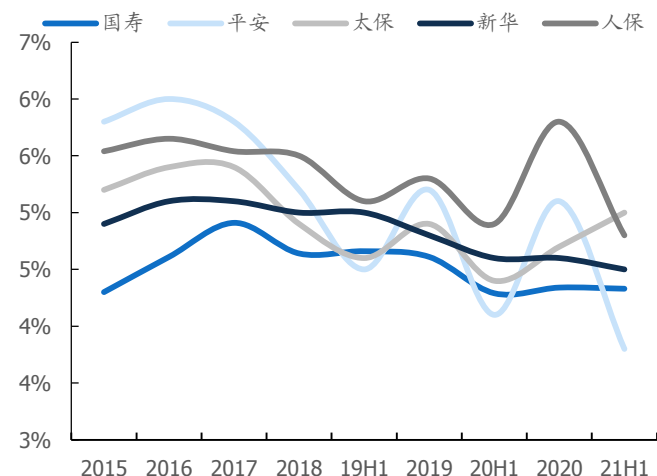
图表 18: 上证指数及沪深 300 情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

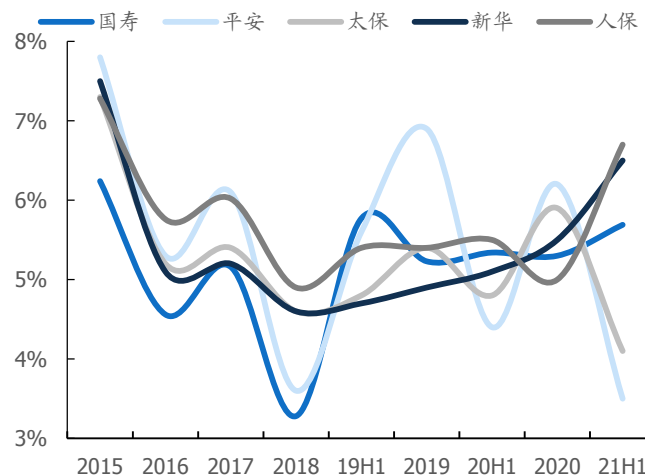
上市险企积极兑现浮盈，总投资收益率整体有所提升：上半年上市险企国寿、平安、太保、新华、人保净投资收益率分别为 4.3%、3.8%、4.1%、4.5%、4.8%，分别 YoY+0.04pt、-0.30pt、-0.30pt、-0.10pt、-0.10pt；总投资收益率分别为 5.7%、3.5%、5.0%、6.5%、6.7%，YoY+0.35pt、-0.90pt、+0.20pt、+1.40pt、+1.20pt。国寿、太保及新华积极把握市场阶段性高点，及时兑现权益资产浮盈，投资资产买卖价大幅增长带动总投资收益率提升。

图表 19: 上市险企净投资收益率情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 20: 上市险企总投资收益率情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

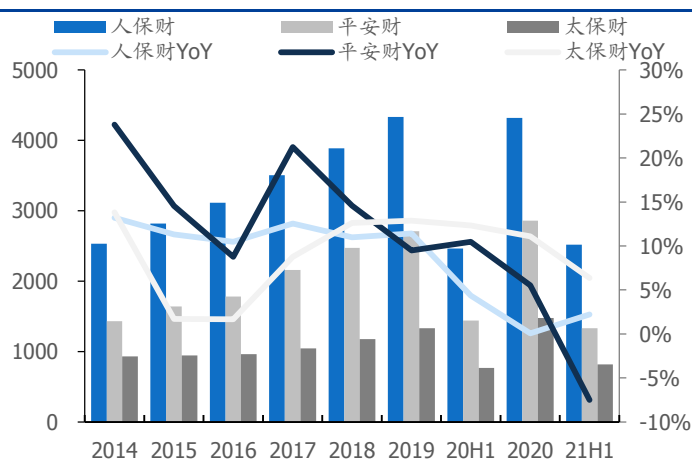
四、产险：非车险维持高增长，车险综改下成本率相对稳定

4.1、车险保费收入延续承压，非车险占比持续提升

车险综改下车险保费增速仍承压，9月后保费增速回暖逐步成为市场一致预期：车险综改下件均保费明显下降、保险责任显著提升，件均保费的下降导致车险保费增速普遍负增长。上半年人保财、平安财及太保财分别实现车险保费收入同比增速-7.8%、-6.9%、-6.9%，9月份后随着车险综改满一年，基数效应显现后车险保费增速回暖也逐步成为市场一致预期。

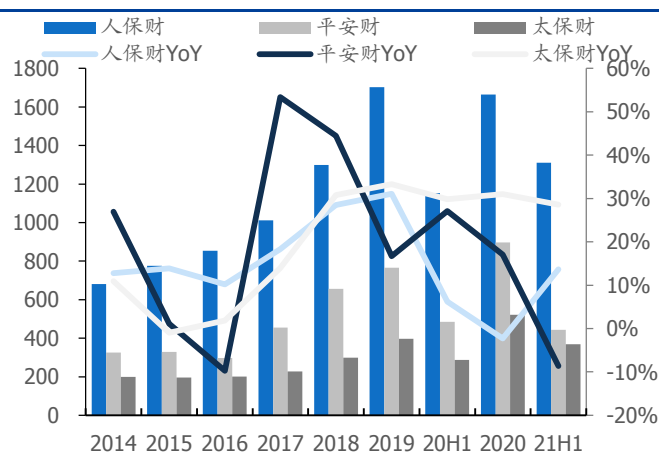
非车险整体维持较好增速，在总保费中占比持续提升：非车险方面仍然延续了相对的高增长态势，人保财、平安财及太保财非车险保费分别为1310.70亿元、442.98亿元、369.2亿元，YoY+13.7%、-8.6%、+28.6%，非车险占比分别为52.0%、33.2%及45.3%，较去年底分别提升+13.54pt、+1.85pt及+10.02pt，其中平安主要受保证保险规模压缩影响，对保费造成一定拖累；而大多数公司的健康险、农险、责任险等均实现了较快的增长，带动非车险保费的高增速。

图表 21：上市险企财险总保费收入及增速情况（亿元）



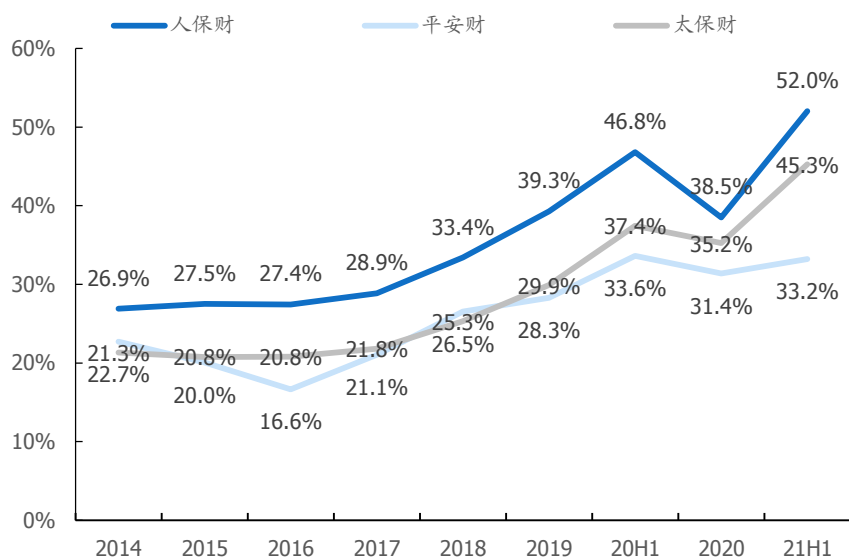
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 22：上市险企财险非车险总保费收入及增速情况（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 23: 上市险企财险业务非车险保费占比情况

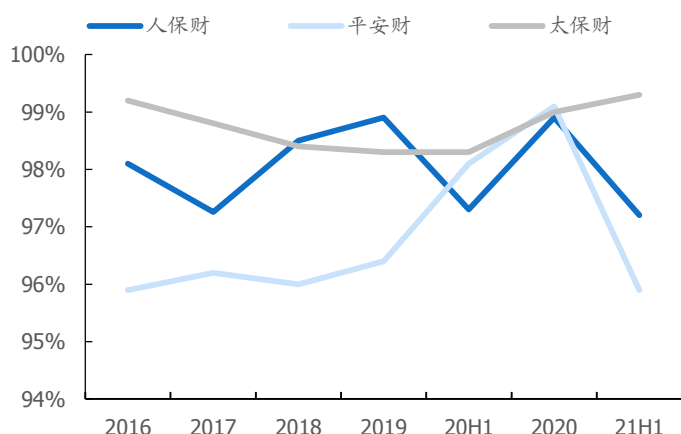


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.2、综合成本率相对稳定结构改善, 信保业务风险大幅释放

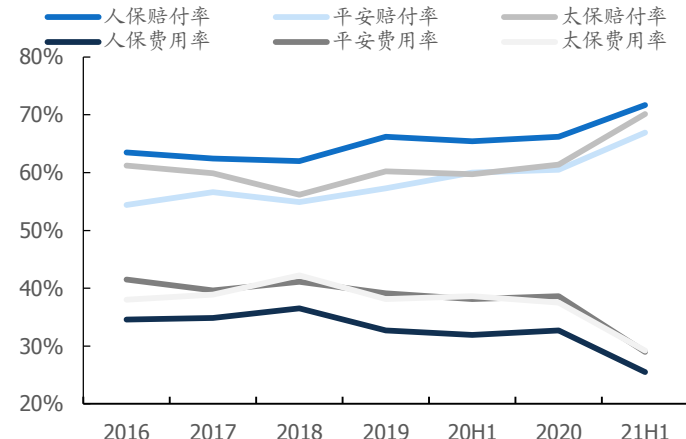
上市险企整体综合成本率相对稳定, 赔付率上升、费用压缩, 成本结构改善: 人保财、平安财、太保财上半年产险业务综合成本率分别为 97.2%、95.9%、99.3%, 同比分别 -0.1pc、-2.2pc、+1.0pc, 整体维持相对稳定, 但业务结构显著优化, 其中人保、平安、太保赔付率分别同比提升 6.4pt、6.9pt、10.4pt; 费用率方面分别-6.5pt、-9.1pt、-9.4pt, 整体成本结构的改善基本符合监管车险综改的初衷。

图表 24: 上市险企财险综合成本率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 25: 上市险企财险赔付率及费用率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

保证保险压规模、控敞口, 承保盈利显著改善: 去年疫情期间信保业务尤其是融资类信保业务出现大幅承保亏损, 显著侵蚀财险业务的承保利润。而随着各家提升承保标准、加强业务审核、推动追偿工作, 业务风险敞口大幅压缩, 综合成本率出现显著改善。人保 2021H1 信保业务综合成本率为 89.6%, 较 20 年底继续下降 55.2pt; 平安信保业务综合成本率 88.2%, 较 20 年底下降 22.8pt, 两家公司分别实现信保业务承保利润 3.04

亿元、18.59 亿元，而去年同期分别亏损 29.48 亿元、34.76 亿元。此外随着追偿工作的持续推进，未来仍有望实现持续的利润补回。

五、投资建议

目前保险公司估值仍然处在历史底部水平，但基本面仍明显存压，负债端无论新单或代理人并未出现明显的改善趋势，但后续随着代理人队伍压实及产品结构均衡发展，行业有望逐步出现拐点。后期重点关注代理人加速压实、改革方向坚定的中国太保。

风险提示

- 1) 负债改善不及预期风险：下半年及明年开门红新单表现如不及预期，将会影响板块及个股的估值；
- 2) 权益市场下行风险：如权益市场持续下行，保险公司投资及利润均会受到负面影响；
- 3) 长端利率下行风险：如长端利率持续下行，保险公司估值及长期投资回报均会受到影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com