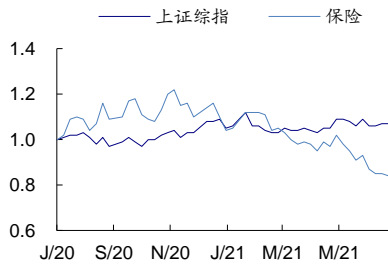


一年该行业与上证综指走势比较



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: 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

投资决定业绩，储蓄险支撑销售

● 中报综述：投资决定业绩，储蓄险支撑销售

(1) 业绩方面，投资收益是净利润增速的主要决定因素。投资收益：友邦 101% (68 亿美元) > 国寿 30% (1272 亿元) > 新华 29% (326 亿元) > 太保 23% (505 亿元) > 平安-15% (474 亿元)；净利润：友邦 48% (32 亿美元) > 国寿 34% (417 亿元) > 新华 28% (105 亿元) > 太保 22% (178 亿元) > 平安-11% (680 亿元)。

(2) 寿险新单方面，鉴于主要企业新业务价值率的下滑，或者新业务价值率的变动小于新业务价值的变动，我们预计各企业的储蓄险种占比进一步提升，以对冲重疾险销售下滑带来的压力。新业务价值同比增速：友邦 29% (18 亿美元) > 太保-9% (102 亿元) > 平安-12% (274 亿元) > 国寿-19% (299 亿元) > 新华-22% (41 亿元)；新业务价值率：友邦 59% (去年同期 54%) > 国寿 (个险) 36% (39%) > 平安 31% (37%) > 太保 25% (37%) > 新华 12% (15%)。

(3) 代理人渠道方面，预计受重疾险销售下滑以及疫情的影响，各上市寿险企业的代理人渠道承压。代理人增速，新华-16% (44 万人) > 太保-16% (64 万人) > 平安-23% (88 万人) > 国寿-32% (115 万人)。

(4) 投资方面，除中国平安因为特殊原因，其余寿险企业的投资收益表现良好。净投资收益率：新华 4.5% > 国寿 4.3% > 太保 4.1% > 平安 3.8%；总投资收益率，新华 6.5% > 国寿 5.7% > 太保 5.0% > 平安 3.5%。

(5) 财险方面，车险保费下滑，健康险继续高速增长。车险增速，平安-6.93% (890 亿元) < 太保-6.92% (446 亿元)，健康险，太保 70% (82 亿元) > 平安 30% (106 亿元)；综合成本率，平安 95.9% < 太保 99.3%，其中赔付率，平安 66.9% < 太保 70.1%。

● 投资建议：基本面待拐点，周期风险是高点，否极泰来的弹性足从基本面出发，我们认为拐点是出单人力占比的企稳提升。从上半年披露的数据来看，出单人力的占比同比是降低的，所以拐点未在上半年显现。从周期风险出发，资产端的再投资风险还在，十年期国债利率已跌至 2021 年以来新低，同时部分银行的房地产业不良贷款率已达近年来新高，所以寿险业务的周期风险已达近年来高点。如果后续周期风险有转机，整体风险率先迎来拐点，寿险估值的弹性将十分充足。综合以上，我们对寿险行业维持“中性”评级。

● 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	51.71	75	82	0.69	0.63
601628	中国人寿	买入	30.96	37	42	0.84	0.74
601601	中国太保	买入	27.81	49	55	0.57	0.51
601336	新华保险	买入	42.74	72	80	0.59	0.53
1299.HK	友邦保险	买入	92.70	50	56	1.85	1.66

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 (港股收盘价为港元)

## 投资决定业绩，储蓄险支撑销售

### 业绩：投资收益决定排名

业绩方面，投资收益是净利润增速的主要决定因素。投资收益：友邦 100%（68 亿美元）>国寿 30%（1272 亿元）>新华 29%（326 亿元）>太保 23%（504 亿元）>平安-15%（474 亿元）；净利润：友邦 48%（32 亿美元）>国寿 34%（417 亿元）>新华 28%（105 亿元）>太保 22%（178 亿元）>平安 680 亿元（-10%）。

**表 1：上半年投资收益**

	2020H	2021H	同比增速
中国平安	55,945	47,442	-15%
中国人寿	97,759	127,216	30.13%
中国太保	40,943	50,453	23%
新华保险	25,296	32,604	29%
友邦保险	3,381	6,780	101%

资料来源：各公司财务报表、国信证券经济研究所预测（单位：百万元；友邦保险单位为百万美元）

**表 2：上半年净利润**

	2020H	2021H	同比增速
中国平安	75,968	67,963	-11%
中国人寿	31,062	41,731	34%
中国太保	14,591	17,795	22%
新华保险	8,219	10,548	28%
友邦保险	2,197	3,245	48%

资料来源：各公司财务报表、国信证券经济研究所预测（单位：百万元；友邦保险单位为百万美元）

### 新单：储蓄险占比提升，对冲重疾险销售压力

寿险新单方面，鉴于主要企业新业务价值率的下滑，或者新业务价值率的变动小于新业务价值的变动，我们预计各企业的储蓄险种占比进一步提升，以对冲重疾险销售下滑带来的压力。新业务价值同比增速：友邦 28.7%（18 亿美元）>太保-8.9%（102 亿元）>平安-11.7%（274 亿元）>国寿-19.0%（299 亿元）>新华-21.7%（41 亿元）；新业务价值率：友邦 59%（去年同期 54%）>国寿（个险）36%（39%）>平安 31%（37%）>太保 25%（37%）>新华（整体）12%（15%）。

**表 3：上半年新业务价值**

	2020H	2021H	同比增速
中国平安	31,031	27,387	-12%
中国人寿	36,889	29,867	-19%
中国太保	11,228	10,231	-9%
新华保险	5,221	4,090	-22%
友邦保险	1,410	1,814	29%

资料来源：各公司财务报表、国信证券经济研究所预测（单位：百万元；友邦保险单位为百万美元）

**表 4：上半年新业务价值率**

	2020H	2021H	同比增速
中国平安	37%	31%	-15%
中国人寿	39%	36%	-8%
中国太保	37%	25%	-31%
新华保险	15%	12%	-20%
友邦保险	54%	59%	8%

资料来源：各公司财务报表、国信证券经济研究所预测

### 代理人渠道：受重疾险销售下滑以及疫情影响

代理人渠道方面，预计受重疾险销售下滑以及疫情影响，各上市寿险企业的代理人渠道承压。代理人增速，新华-16%（44万人）>太保-16%（64万人）>平安-23%（88万人）>国寿-32%（115万人）。

**表 5：上半年代理人数量**

	2020H	2021H	同比增速
中国平安	1,145,142	877,751	30%
中国人寿	1,690,000	1,150,000	47%
中国太保	766,000	641,000	20%
新华保险	526,000	441,000	19%

资料来源：各公司财务报表、国信证券经济研究所预测

### 投资：净/总投资收益基本表现良好

投资方面，除中国平安因为特殊原因，其余寿险企业的投资收益表现良好。净投资收益率：新华 4.5%>国寿 4.3%>太保 4.1%>平安 3.8%；总投资收益率，新华 6.5%>国寿 5.7%>太保 5.0%>平安 3.5%。

**表 6：上半年净投资收益率**

	2020H	2021H
中国平安	4.1%	3.8%
中国人寿	4.3%	4.3%
中国太保	4.4%	4.1%
新华保险	4.6%	4.5%

资料来源：各公司财务报表、国信证券经济研究所预测

**表 7：上半年总投资收益率**

	2020H	2021H
中国平安	4.5%	3.5%
中国人寿	5.3%	5.7%
中国太保	4.8%	5.0%
新华保险	5.1%	6.5%

资料来源：各公司财务报表、国信证券经济研究所预测

### 财险：车险保费下滑，健康险继续高速增长

财险方面，车险保费下滑，健康险继续高速增长。车险增速，平安-6.93%（890亿元）<太保-6.92%（446亿元），健康险，太保 70%（82亿元）>平安 30%（106亿元）；综合成本率，平安 95.9%<太保 99.3%，其中赔付率，平安 66.9%<太保 70.1%。

**表 8：上半年保费**

		2020H	2021H	同比增速
车险	中国平安	95,646	89,015	-6.9%
	中国太保	47,962	44,642	-6.9%
健康险	中国平安	8,109	10,571	30.4%
	中国太保	4,828	8,213	70.1%

资料来源：各公司财务报表、国信证券经济研究所预测（单位：百万元）

**表 9: 上半年成本率**

		2020H	2021H	同比增速
综合成本率	中国平安	98.1%	95.9%	-2.2%
	中国太保	98.3%	99.3%	1.0%
赔付率	中国平安	60.0%	66.9%	11.5%
	中国太保	59.7%	70.1%	17.4%

资料来源: 各公司财务报表、国信证券经济研究所预测

## 投资建议: 维持“中性”评级, 基本面待拐点, 周期风险是高点, 否极泰来的弹性足

从基本面出发, 我们认为拐点是出单人力占比的企稳提升。从上半年披露的数据来看, 出单人力的占比同比是降低的, 所以拐点未在上半年显现。从周期风险出发, 资产端的再投资风险还在, 十年期国债利率已跌至 2021 年以来新低, 同时部分银行的房地产业不良贷款率已达近年来新高, 所以寿险业务的周期风险已达近年来高点。如果后续周期风险有转机, 整体风险率先迎来拐点, 寿险估值的弹性将十分充足。综合以上, 我们对寿险行业维持“中性”评级。

## 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 (元/港元)		PE/PEV	
				2020	2021E	2020	2021E
601318	中国平安	买入	51.71	75	82	0.69	0.63
601628	中国人寿	买入	30.96	37	42	0.84	0.74
601601	中国太保	买入	27.81	49	55	0.57	0.51
601336	新华保险	买入	42.74	72	80	0.59	0.53
1299.HK	友邦保险	买入	92.70	50	56	1.85	1.66

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

## 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