

2021 年 10 月 19 日

负债端颓势延续，静待曙光显现

增持（维持）

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证号：S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

事件：上市险企披露 2021 年 9 月原保险保费收入数据。1-9 月上市险企寿险原保险保费收入分别为：中国人寿 5,534 亿元、中国平安 3,920 亿元、中国太保 1,817 亿元、新华保险 1,366 亿元、中国人保 1,086 亿元，A 股上市险企合计 13,723 亿元，同比增速-0.4%；上市险企财险原保险保费收入分别为：中国财险 3,458 亿元、平安产险 1,993 亿元、太保产险 1,180 亿元、众安在线 158 亿元，上市险企合计 6,789 亿元，同比增速-1.5%。

点评：

■ **寿险：行业持续低迷，9 月保费同比延续放缓趋势。** 1) 累计保费同比首次出现负增长。2021 年 1-9 月，上市险企寿险原保险保费累计收入同比增速分别为中国人寿 (+1.8%) > 新华保险 (+1.6%) > 中国太保 (-0.6%) > 中国人保 (-0.8%) > 中国平安 (-3.6%)，累计同比增速持续下挫。2) 9 月单月保费同比增速仍处历史低位。2021 年 9 月，上市险企寿险单月保费同比增速分别为中国人保 (+0.2%) > 新华保险 (-0.7%) > 中国人寿 (-3.4%) > 中国太保 (-5.6%) > 中国平安 (-6.8%)，险企单月保费同比下滑态势较 8 月小幅收窄，其中中国人保较上月环比修复 23.1 pct，恢复正增长，而中国平安负增势头较上月则继续扩大 5.8 pct。3) 行业负债端压力延续，修复仍需时日。考虑①疫情反复对作为可选消费品的保险的需求压制；②普惠保险快速普及对商业保险的替代与挤出；③险企渠道转型与代理人升级进程缓慢；④产品供给结构性问题待解等因素，短期内保费尚未显现边际改善迹象。

■ **财险：非车险欣欣向荣，整体保费表现继续分化。** 1) 传统险企累计保费增速继续回落，互联网险企增速保持强劲。2021 年 1-9 月，上市险企财险原保险保费累计收入同比增速分别为众安在线 (+41.8%) > 太保产险 (+2.9%) > 中国财险 (+0.5%) > 平安产险 (-9.2%)，传统险企除平安产险外均保持低速增长，而众安在线增长势头不减，继续引领行业数字化发展。2) 车险对业绩拖累持续，非车险增长态势良好。2021 年 1-9 月，中国财险车险业务保费收入 1830 亿元，同比下降 8.2%；平安产险车险业务保费收入 1355 亿元，同比下降 7.9%，伴随车险综改届满一年，保费、保单压力仍存；而非车险业务，特别是意外健康险板块保持高速增长，同期中国财险意健险保费收入 701 亿元，同比增长 18.0%，平安产险意健险保费收入 167 亿元，同比高增 31.8%。

■ **短期压力持续，中长期成长性可期。** 财险：车险综改负面效应正完整显现，行业格局强者愈强。车险综改届满一年，短期内监管仍未放松，同时，近期出现的芯片短缺抑制了车辆购买，进而降低车险需求；但从中长期来看，车险综改深刻影响行业格局，龙头险企得益于强大的市场和渠道能力，能够充分控制保费充足度下滑带来的综合成本率抬升影响，获取更大的竞争优势。寿险：短期负债端承压，随行业重构，长期发展空间广阔。上市险企寿险保费增速持续下滑，一方面，渠道转型困难重重，代理人高质量转型进程改变原有粗放式的保单增长模式，新单销售远不及预期；另一方面，产品供给结构性问题凸显，作为支柱性产品的长期重疾险已进入增长瓶颈。长期来看，伴随渠道改革进行、人口老龄化趋势和“健康中国”战略要求，寿险行业面临深刻重构：险企医养生态的逐步形成配合康养需求的日益旺盛，驱动行业走向发展与增长的良性循环，有望推动行业资产、负债两端的趋势性改善。截至 10 月 18 日，板块估值处于历史低位，预计行业最差的时点即将过去，中长期配置价值仍可被看好。

■ **投资建议：** 推荐关注【中国平安】、【中国财险】、【中国太保】。中国平安已基本出尽华夏幸福带来的资产端负面影响，整合北大方正资源后的医疗健康生态圈将增强差异化竞争力。中国财险作为行业龙头，将在综改优化的行业格局中取得更大的优势。中国太保“长航行动”对打造职业代理人队伍的坚定和转型态度的坚决利于公司长期发展。

■ **风险提示：** 1) 经济复苏情况不及预期抑制保险需求；2) 长端利率下行与权益市场振荡影响投资端；3) 险企转型成效不及预期。

行业走势



相关研究

- 1、《上市险企 8 月保费数据点评：寿险负债端压力犹存，财险保持平稳》2021-09-22
- 2、《上市险企 7 月保费数据点评：寿险未见边际改善，财险增速略有放缓》2021-08-17
- 3、《上市险企 6 月保费数据点评：年中业绩冲刺期，寿险负债端有所好转》2021-07-16

表 1: 寿险公司保费收入 (亿元)

寿险公司	1-9 月累计保费	累计同比	9 月保费	单月同比
中国平安	3,920.0	-3.64%	353.1	-6.77%
中国人寿	5,534.0	+1.80%	491.0	-3.35%
中国太保	1,817.3	-0.61%	153.4	-5.55%
新华保险	1,365.6	+1.64%	176.2	-0.74%
中国人保	1,085.9	-0.78%	67.0	+0.22%
合计	13,722.7	-0.35%	1,240.6	-4.08%

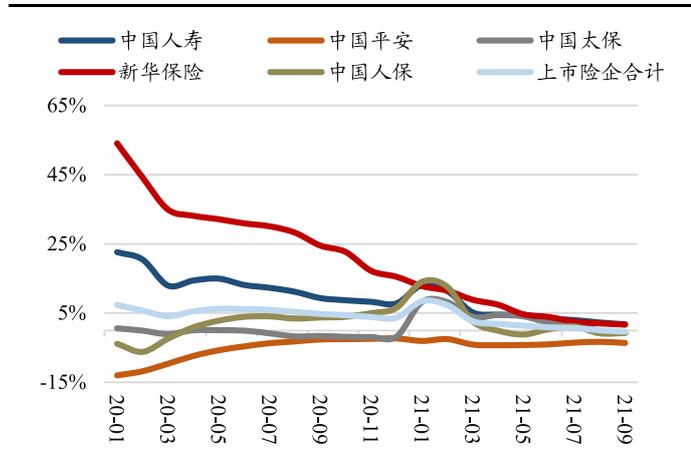
数据来源: 险企公司公告, 东吴证券研究所

表 2: 产险公司保费收入 (亿元)

产险公司	1-9 月累计保费	累计同比	9 月保费	单月同比
中国财险 (人保)	3,458.0	+0.46%	359.5	-1.72%
平安产险	1,993.4	-9.18%	242.5	-9.17%
太保产险	1,179.5	+2.92%	127.8	-7.02%
众安在线	158.0	+41.75%	11.8	-23.56%
合计	6,788.9	-1.53%	741.6	-5.61%

数据来源: 险企公司公告, 东吴证券研究所

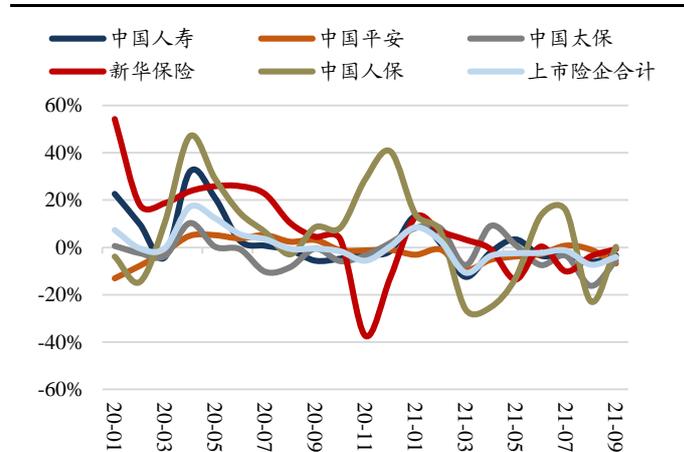
图 1: 2021 年 1-9 月上市险企寿险累计保费同比-0.4%



数据来源: 险企公司公告, 东吴证券研究所

备注: 上市险企主要指除太平人寿外的 A 股上市险企

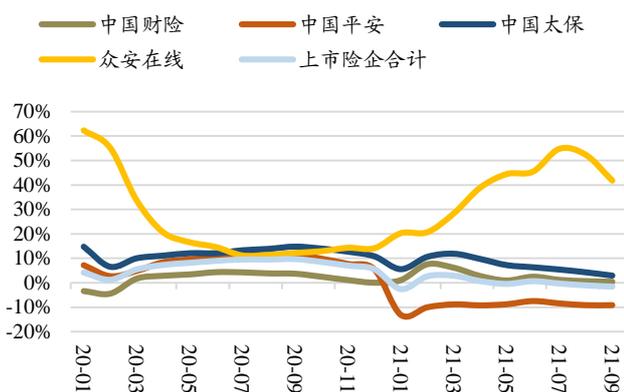
图 2: 2021 年 9 月上市险企寿险单月保费同比-4.1%



数据来源: 险企公司公告, 东吴证券研究所

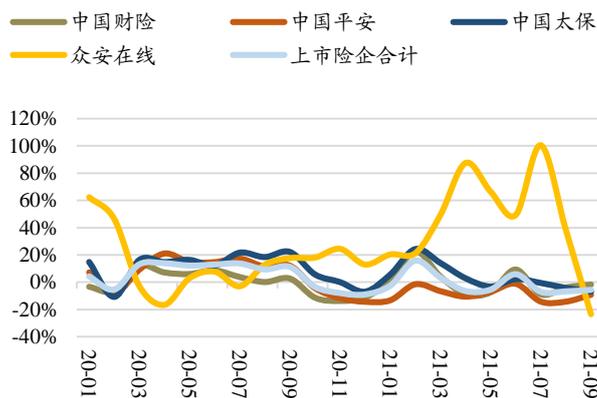
备注: 上市险企主要指除太平人寿外的 A 股上市险企

图 3: 2021 年 1-9 月上市险企财险累计保费同比-1.5%



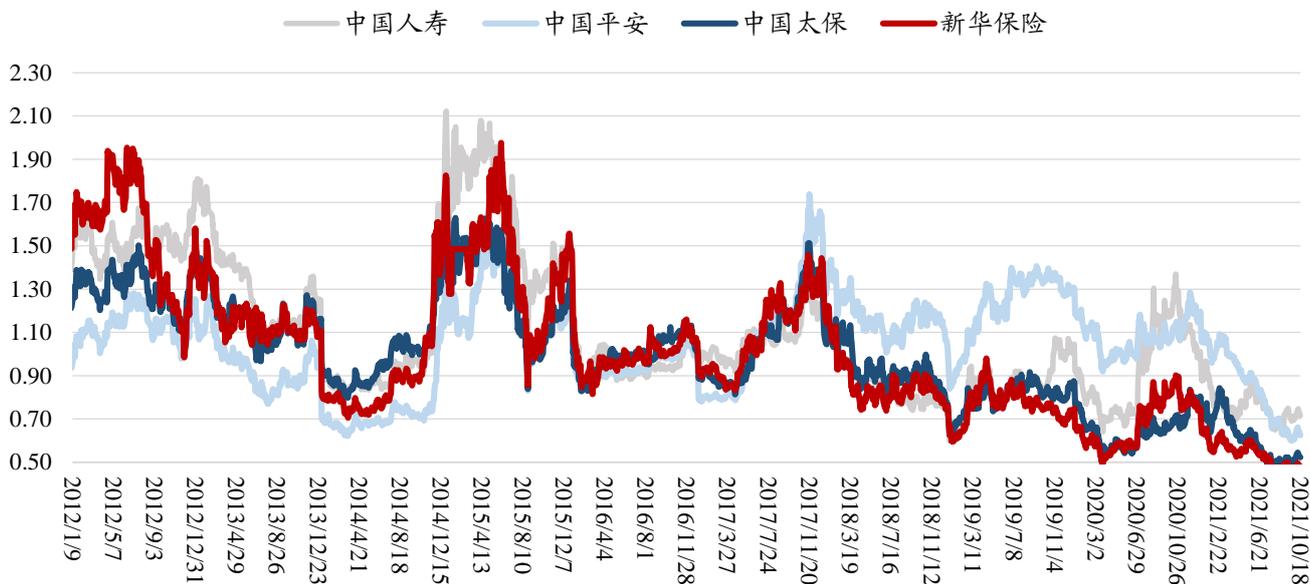
数据来源: 险企公司公告, 东吴证券研究所

图 4: 2021 年 9 月上市险企财险单月保费同比-5.6%



数据来源: 险企公司公告, 东吴证券研究所

图 5: 上市险企历史 P/EV 估值水平 (截至 2021 年 10 月 18 日)



数据来源: 险企公司公告, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>