

保险

准备金增提拖累利润增速 代理人队伍加速压实

准备金普遍增提拖累净利润增速，单季度利润负增长明显：21年前三季度平安、国寿、太保、新华及人保归母净利润增速分别为-20.8%、+3.0%、+15.5%、+7.6%及+10.9%，净利润增速较上半年明显下降。其中Q3单季度分别-31.2%、-54.5%、-0.5%、-50.2%及-36.6%，单季度净利润全部负增长。由于准备金精算假设，国寿、新华及人保分别增提准备金231.18亿元、88.47亿元及27.74亿元。另外平安上半年“华夏幸福”减值计提影响犹在，三季度对相关资产拨备无重大变化；国寿较上半年增提资产减值109.98亿元，预计对部分股权类资产按照相应的减值政策计提减值，对净利润形成一定压力。

三季度新单表现仍承压，代理人队伍加速压实：总保费方面，前三季度平安、国寿、太保、新华总保费增速分别为-5.6%、+1.8%、-0.3%、+1.6%（21H1分别为-5.2%、+3.5%、+3.7%、+3.9%），保费增速基本在预期之内。新单方面，Q3单季度看，国寿、平安NBV同比分别为-17.8%、-19.6%（21H1分别为-11.7%、-19.0%），主要原因包括重疾销售持续承压、人力压实力度加强等。代理人方面，截至三季度末平安、国寿代理人数量分别为70.6万、98.0万，较Q2末分别下降19.5%、14.8%，代理人脱落态势延续。但各家积极完善代理人培训体系及更新基本法、完善队伍建设，后续持续关注代理人质态改善情况。

车险保费延续承压，非车险仍维持较好增速：前三季度人保财、平安财及太保财分别实现车险保费收入同比增速-8.2%、-7.9%及-8.0%。非车险保费同比增速分别为+12.4%、-11.8%、+21.4%，仍维持较高增长。Q4起车险保费增速预计回暖，带动综合成本率趋势向好，后期继续关注政策性险种及巨灾损失影响。

长期利率下行，权益市场分化，投资端收益率有所分化：国寿、平安、太保前三季度净投资收益率分别为4.4%、4.2%、4.3%，较21H1分别提升0.07pt、0.40pt、0.20pt；国寿、平安、太保、新华总投资收益率分别为5.3%、3.7%、5.3%、6.4%，分别较21H1-0.44pt、+0.20pt、+0.30pt、-0.10pt。

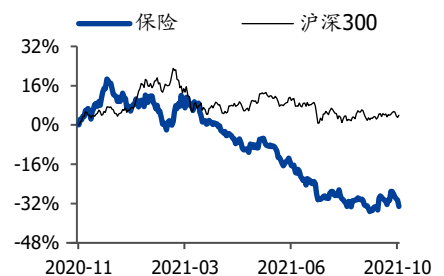
开门红整体有所推迟，明年Q1保费预计有压力：10月以来各家公司开始逐步进入开门红的准备阶段，目前国寿已在10月初发布首款开门红年金产品“鑫裕金生”。预计近期各家公司也将逐步发布开门红产品并权衡今年收官与明年业务布局，但开门红预计各家在较高基数、代理人缺口以及推迟的业务节奏下仍将有一定压力，明年一季度保费预计承压。

投资建议：上市险企三季报承压，寿险改革持续深化。展望四季度至明年一季度，预计各家开门红将仍有压力，一方面因为今年整体业绩达成度较低，同时监管持续引导全年业务平稳过度；另一方面今年人力数量延续脱落，各家陆续出台培训体系等，但预计质态改善仍需要时间。展望明年，关注两个潜在拐点机会，其一为2、3月，能否在今年重疾炒停以及险种结构均衡的基础上实现新单的转正；其二为明年的6、7月，代理人基数缺口影响减弱的情况下各险企有望取得新单的普遍正增长，个股层面建议关注寿险改革力度较大的转型标的中国太保。

风险提示：开门红表现不及预期风险；长端利率下行风险；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：互联网人身险业务进一步规范 头部险企及中介受益更多》2021-10-24
- 2、《保险：上市险企9月月报：寿险保费仍有承压 险企逐步推出开门红产品》2021-10-17
- 3、《保险：行业8月月报-寿险单月保费负增长 产险总保费增速转负》2021-09-29

内容目录

一、准备金增提拖累净利润增速，单季度净利润普遍负增长.....	3
二、新单表现仍明显承压，代理人队伍加速压实	3
三、权益市场波动增加，投资收益率有所分化.....	5
四、车险保费收入延续承压，非车险仍维持较好增速.....	6
五、开门红整体有所推迟，明年 Q1 保费预计仍有压力	7
六、投资建议	7
风险提示	8

图表目录

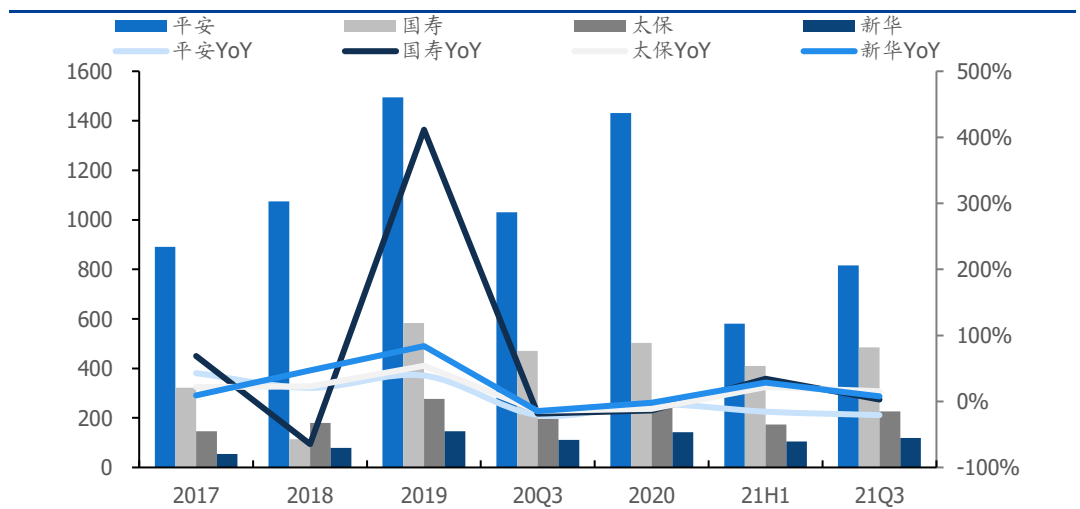
图表 1: 上市险企归母净利润及同比增速情况 (亿元)	3
图表 2: 上市险企总保费及同比增速情况 (亿元)	4
图表 3: 上市险企新单保费及同比增速情况 (亿元)	4
图表 4: Q3 长端利率震荡下行.....	5
图表 5: Q3 权益市场波动增加.....	5
图表 6: 上市险企净投资收益率情况.....	6
图表 7: 上市险企总投资收益率情况.....	6
图表 8: 上市险企财险总保费收入及增速情况 (亿元)	6
图表 9: 上市险企财险非车险总保费收入及增速情况 (亿元)	6
图表 10: 上市险企财险业务非车险保费占比情况	7
图表 11: 保险股 P/EV 估值情况	8

一、准备金增提拖累净利润增速，单季度净利润普遍负增长

21年前三季度平安、国寿、太保、新华及人保归母净利润增速分别为-20.8%、+3.0%、+15.5%、+7.6%及+10.9%，净利润增速较上半年明显下降，其中Q3单季度分别-31.2%、-54.5%、-0.5%、-50.2%及-36.6%，单季度净利润全部负增长。具体分公司看：

- 中国平安上半年合计对华夏幸福减值359亿元，三季度对相关投资资产的拨备无重大变化，全年预计将依据偿债方案及实际经营情况，考虑增提或转回拨备。
- 由于准备金精算假设变更，国寿分别增提寿险和长期健康险责任准备金204.44亿元、26.74亿元；另外，前三季度国寿共计提资产减值186.14亿元，YoY+59.2%，较上半年增提109.98亿元，预计对部分股权类资产按照相应的减值政策计提减值。两方面因素叠加对净利润形成一定压力。
- 中国太保在准备金增提及在去年较高投资收益基数上净利润增速小幅下滑。
- 新华前三季度公司精算假设变更增提准备金88.47亿元，对净利润形成一定压力。
- 人保三季度赔付率上升至73.8%，导致赔付支出增加；另外人保三季度分别增提寿险及长期健康险责任准备金27.49亿元、0.25亿元，导致Q3单季度净利润负增长。

图表1：上市险企归母净利润及同比增速情况（亿元）

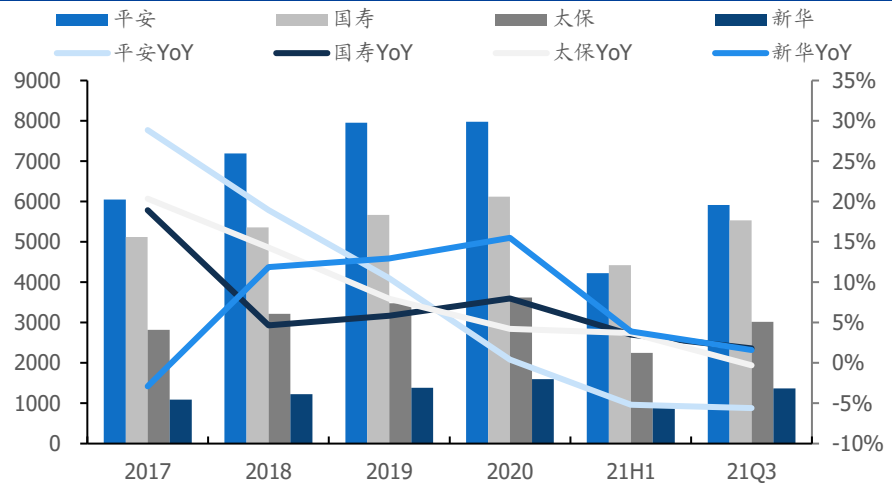


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

二、新单表现仍明显承压，代理人队伍加速压实

上市险企总保费增速略有下滑：前三季度平安、国寿、太保、新华总保费增速分别为-5.6%、+1.8%、-0.3%、+1.6%（21H1分别为-5.2%、+3.5%、+3.7%、+3.9%），保费增速基本在预期之内。

图表 2: 上市险企总保费及同比增速情况 (亿元)

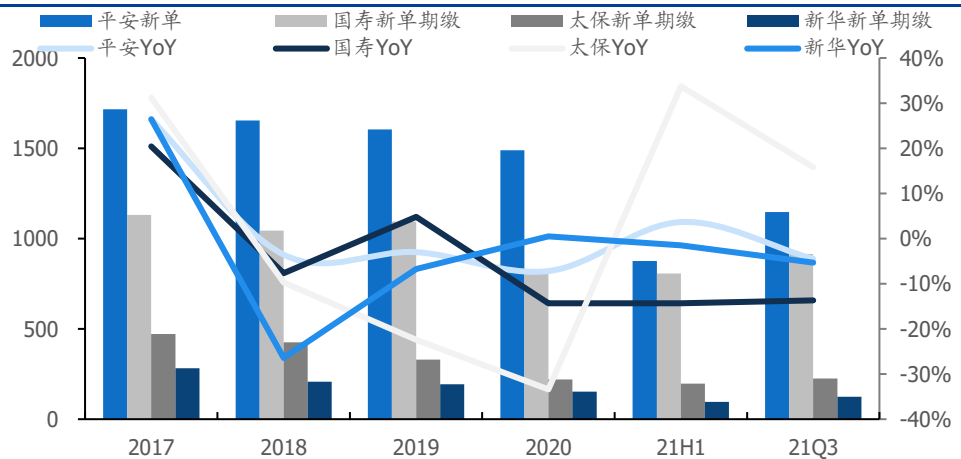


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

新单增速整体下滑, NBV 增速略有承压: Q3 单季度看, 国寿、平安 NBV 同比分别为-17.8%、-19.6% (21H1 分别为-11.7%、-19.0%), 主要原因包括重疾销售持续承压、人力压实力度加强等。具体分公司看:

- ▶ 平安前三季度用于计算 NBV 的新单保费同比由 21H1 的+3.7%下滑至-4.5%, 前三季度 Margin 环比下降 0.5pc 至 30.7%, Q3 单季度实现 NBV 为 78.50 亿元, YoY-33.6% (Q2 单季度 NBV 为 84.07 亿元, YoY-42.3%)。
- ▶ 国寿前三季度 NBV YoY-19.6% (21H1 为-19.0%), 维持相对稳定。Q3 单季度新单期缴保费 118.79 亿元, YoY-25.4%, Q3 单季度实现新单保费收入 273.22 亿元, YoY-4.7% (Q2 单季度为-14.4%), 单季度新单保费负增长幅度有所放缓, 预计公司通过储蓄型产品及增额终身寿等的销售, 推动新单数据相对改善。
- ▶ 新华前三季度十年期及以上期交保费收入 50.85 亿元, YoY-35.1%, 同比大幅下滑原因预计为业务结构有所调整。Q3 单季度实现个险新单保费收入 156.93 亿元, YoY-12.2%, 新单情况未见明显好转。
- ▶ 太保从 Q3 单季度看, 个险新单 37.15 亿元, YoY-40.6%, 单季度新单保费负增长明显, 代理人数量、行业销售环境承压对公司三季度保单销售造成较大压力。

图表 3: 上市险企新单保费及同比增速情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

代理人加速压实，各家完善或制定代理人质态提升体系：三季度仅平安及国寿公布代理人数量情况。截至三季度末中国平安共有 70.6 万代理人，较 Q2 末下降 19.5%；国寿三季度末总销售人力为 105.2 万人，较年初下降 27.8%，其中代理人数量为 98.0 万人，较年初下降 28.9%。代理人脱落态势延续，但各家积极出台代理人培训体系，代理人产能有望进一步提升。

三、权益市场波动增加，投资收益率有所分化

三季度以来长端利率逐步震荡下行，期末十年期国债到期收益率下行 20bps 至 2.88%；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，21Q3 沪深 300 指数和下跌 6.8%，上证 50 下跌 8.62%，权益市场波动增加。

图表 4: Q3 长端利率震荡下行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

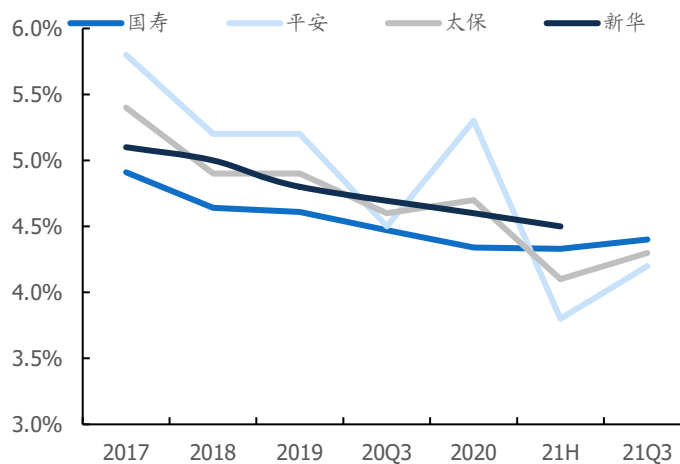
图表 5: Q3 权益市场波动增加



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

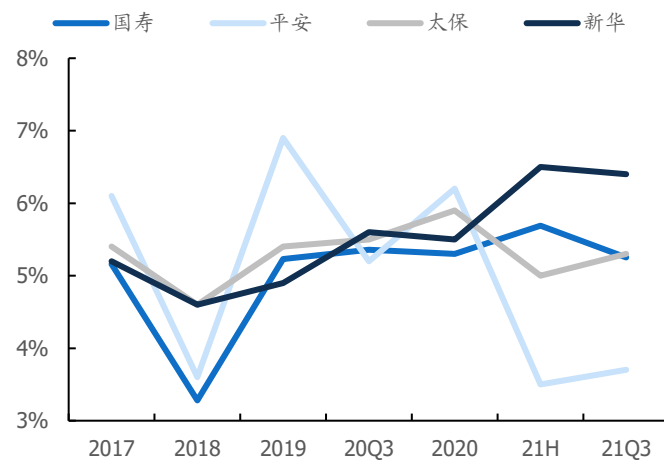
上市险企投资收益率有所分化: 受 Q3 利率及权益市场波动增加影响, 21 年国寿、平安、太保前三季度净投资收益率分别为 4.4%、4.2%、4.3%, 较中期分别提升 0.07pt、0.40pt、0.20pt; 国寿、平安、太保、新华总投资收益率分别为 5.3%、3.7%、5.3%、6.4%, 分别较中报-0.44pt、+0.20pt、+0.30pt、-0.10pt, 投资收益率有所分化。其中平安由于减值计提影响及权益市场波动增加, 总投资收益率下降, 国寿、太保投资收益率表现相对稳定, 维持一定的同业优势。

图表 6: 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 7: 上市险企总投资收益率情况



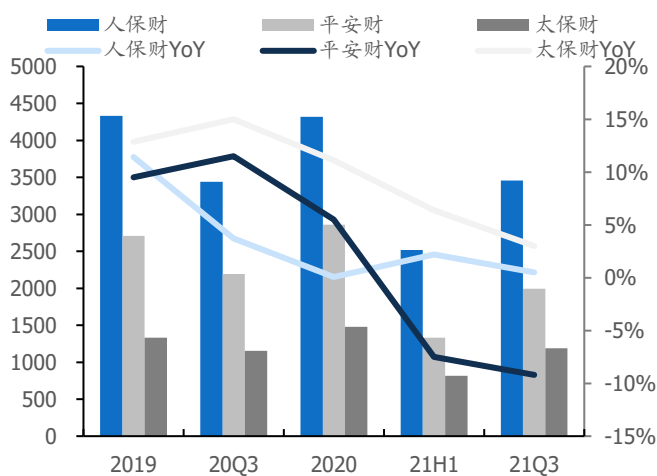
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

四、车险保费收入延续承压，非车险仍维持较好增速

车险综改下车险保费增速仍承压，预计未来保费增速有望回暖：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。前三季度人保财、平安财及太保财分别实现车险保费收入同比增速-8.2%、-7.9%及-8.0%（21H1分别为-7.8%、-6.9%、-6.9%），预计随车险综改影响进一步减弱，基数效应显现后车险保费增速有望回暖。

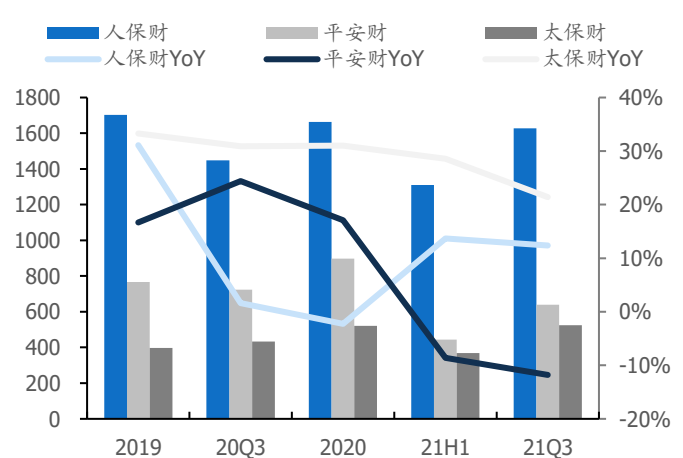
非车险整体仍维持较好增速，在总保费中占比略有收窄：非车险保持相对的高增长态势，前三季度人保财、平安财及太保财非车险保费分别为 1627.96 亿元、638.75 亿元、524.72 亿元，YoY+12.4%、-11.8%、+21.4%，非车险占比分别为 47.1%、32.0%及 44.1%，较 21H1 分别提升-5.0pt、-1.2pt 及-1.2pt，其中平安主要受保证保险规模压缩影响，对保费造成一定拖累。

图表 8: 上市险企财险总保费收入及增速情况 (亿元)



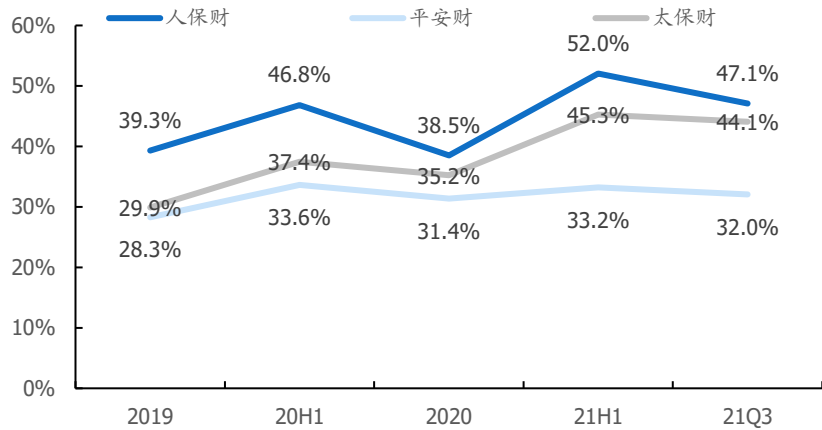
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 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 10: 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

受赔付率上升影响, 综合成本率有所提升: 前三季度人保财、平安财产险业务综合成本率分别为 98.9%、97.3%, 较 21H1 分别+1.7pc、+1.4pc, 整体小幅上升。其中平安前三季度赔付率及费用率分别为 73.8%、25.1%, 较 21H1 分别+2.0pc、-0.3pc。预计四季度开始车险保费增速有望回暖, 带动综合成本率趋势向好。

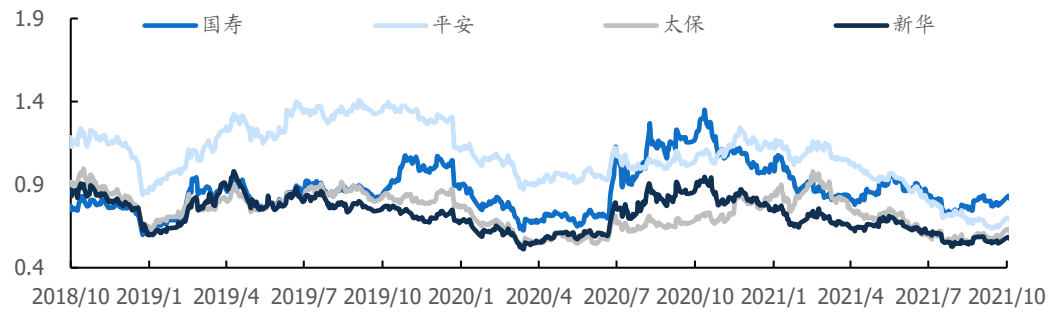
五、开门红整体有所推迟, 明年 Q1 保费预计仍有压力

2022 年开门红启动时间整体推后, 预计各家产品策略相对一致: 10 月以来各家公司开始逐步进入开门红的准备阶段, 目前国寿已在 10 月初发布首款三年缴十年满期的开门红年金产品鑫裕金生, 最高投保年龄提升至 72 岁 (去年产品为 70 岁), 并维持了较高的激励政策。预计近期各家公司也将逐步发布开门红产品并权衡今年收官与明年业务布局, 但开门红预计各家在较高基数、代理人缺口以及推迟的业务节奏下仍将有一定压力, 明年一季度保费预计承压。

六、投资建议

上市险企三季报承压, 寿险改革持续深化。展望四季度至明年一季度, 预计各家开门红将仍有压力, 一方面因为今年整体业绩达成度较低, 同时监管持续引导全年业务平稳过度; 另一方面今年人力数量延续脱落, 各家陆续出台培训体系等, 但预计质态改善仍需要时间。展望明年, 关注两个潜在拐点机会, 其一为 2、3 月, 能否在今年重疾炒停以及险种结构均衡的基础上实现新单的转正; 其二为明年的 6、7 月, 代理人基数缺口影响减弱的情况下各险企有望取得新单的普遍正增长, 个股层面建议关注寿险改革力度较大的转型标的中国太保。

图表 11: 保险股 P/EV 估值情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

- 1) 负债改善不及预期风险: 四季度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中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

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

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

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