

保险股价复盘 经济恢复下的弹性标的

行业研究 · 专题报告

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：王鼎
0755-81981000
wangding1@guosen.com.cn
S0980520110003

证券分析师：王剑
021-60875165
wangjian@guosen.com.cn
S0980518070002

【 01 】 寿险公司估值趋势

【 02 】 驱动因素分析

【 03 】 股价复盘分析

【 04 】 投资建议

寿险公司估值趋势：近期持续下滑

图1：各寿险企业历史PEV估值

因为寿险保单的平均有效期超过10年，在手保单的利润没有算入会计准则下的股东净资产，所以我们用内含价值（EV）代替股东净资产来衡量寿险公司的估值水平，即采用PEV而非PB

内含价值 = 在手保单折现利润+股东净资产

近年寿险企业的估值水平有三大趋势：（1）估值顶部逐步下滑；（2）估值底部逐步下滑；（3）2021年1月之后剧烈下滑。

从估值趋势上来看，很明显，2021年之后寿险企业的估值跌势过于猛烈，有可能会有较强的反弹空间。



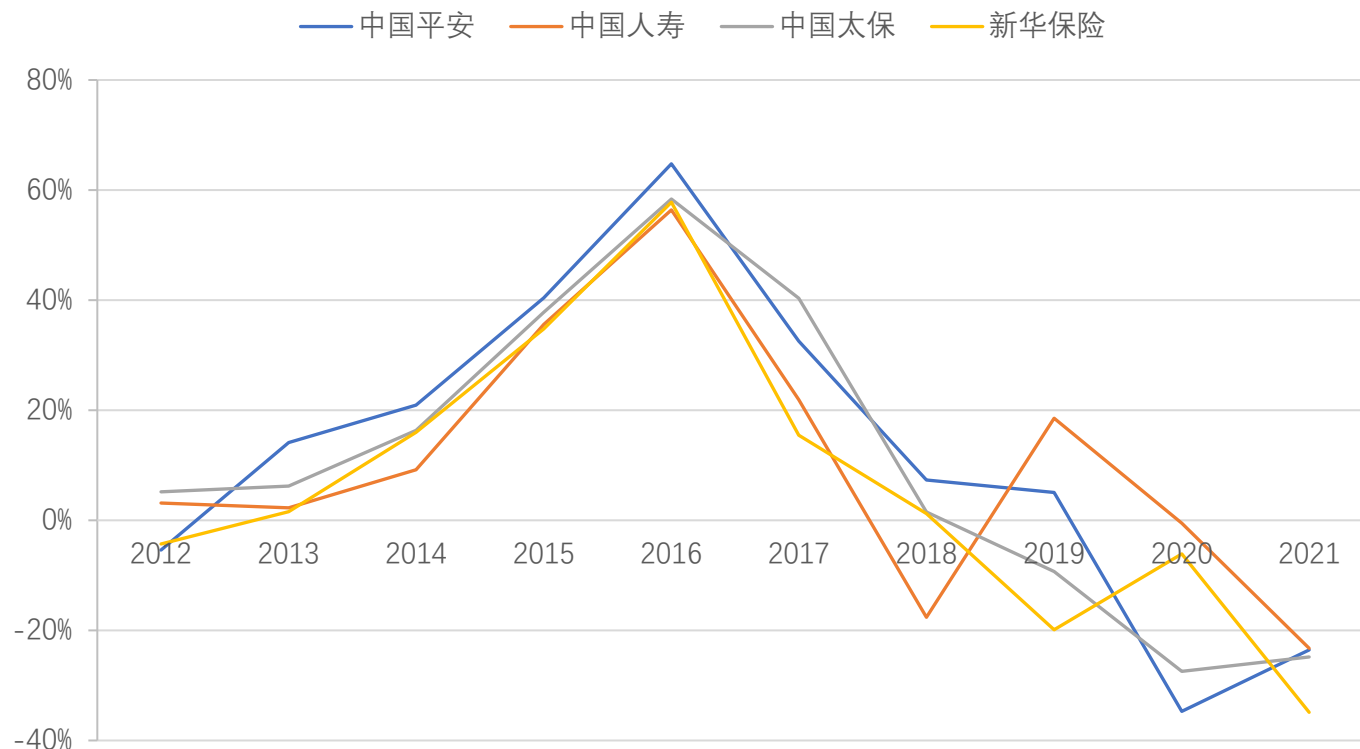
资料来源：Choice金融终端，国信证券经济研究所整理

新单销量：

估值顶部和底部逐步下滑的原因是利润率最高的重疾险保单销售下滑，导致新业务价值增速持续下滑。

寿险企业的销售增速转负基本是从2020年开始的，例如中国平安的新业务价值（新单利润折现）同比增速在2020年和2021年分别为-35%和-24%，但估值水平的剧烈下滑是从2021年1月开始，即资产端风险剧烈提升的时候。也就是说主流投资者可以承受业务的阶段性下滑，这不影响行业的长期配置价值，只是资产端的风险是难以承受的。

图2：各寿险企业的新业务价值增速

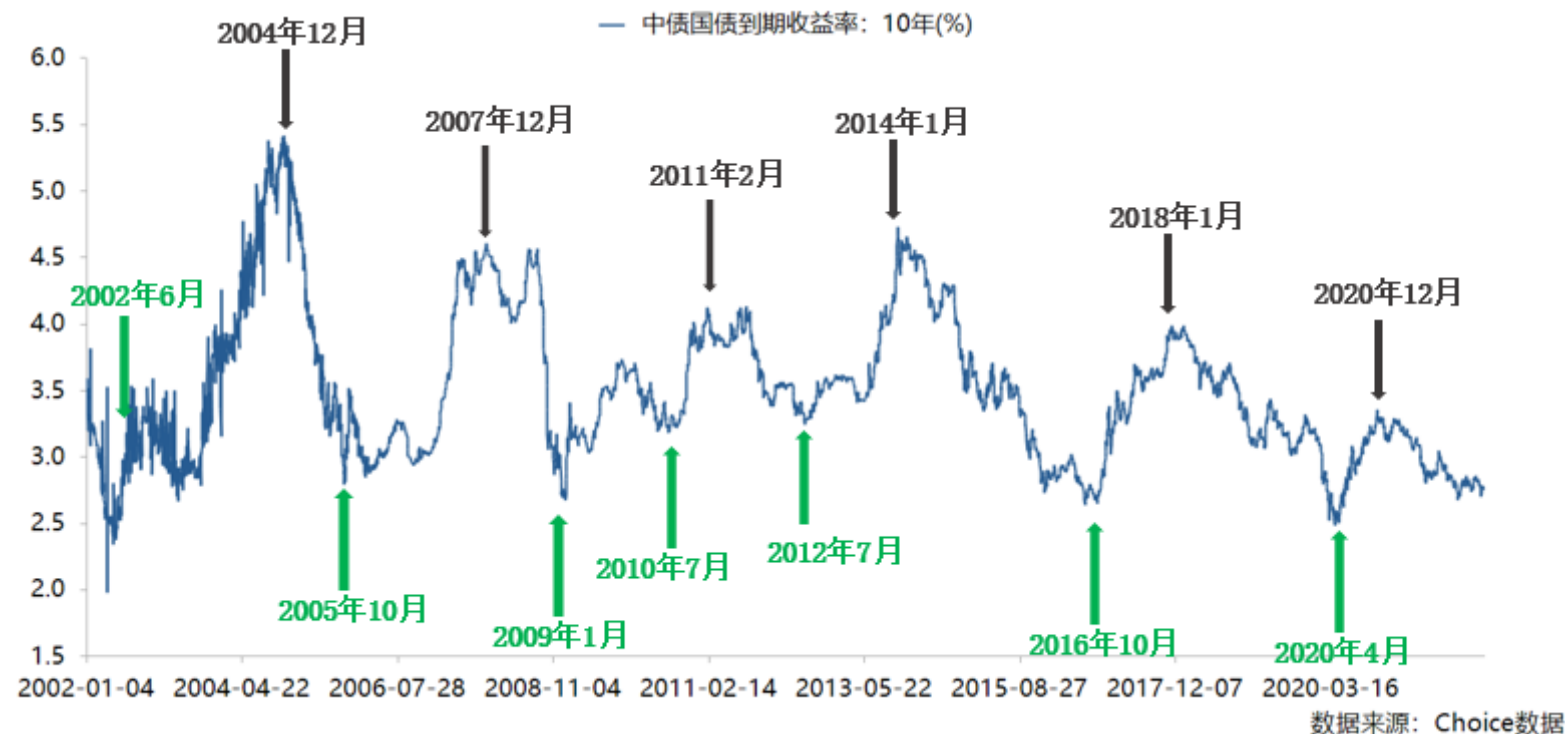


资料来源：Choice金融终端，国信证券经济研究所整理

图3：十年期国债利率

长端利率：

2021年1月，惠誉等机构下调华夏幸福的信用评级。之后，地产资产的信用风险普遍提升，经济预期不利，长期利率持续下滑。



资料来源：Choice金融终端，国信证券经济研究所整理

图4：长端利率与保险指数的关系

对照保险指数和十年期国债利率的走势，两者的波动节奏相当一致，如下图所示。

其原因是保险企业的主要利润来源就是利差，即固收类资产的利息等投资收益减去负债成本，而在杠杆效应的作用下，这一部分利润对于十年期国债利率的变动就变得十分敏感。

结合以上逻辑，我们分析以往的股价拐点，将具体时点分为两类：一是经济预期改善时，二是短端利率的资金面改善时。



资料来源：Choice金融终端，国信证券经济研究所整理

情景分析一：2008年10月

大幅上涨时间点2008年10月30日——当年第三次降息。持续的刺激政策，最终兑现。

受全球金融危机冲击，经济大幅动荡，致使中国央行在2008年五次降息，而10月30日是当年第三次降息之日，当天中国平安上涨10个点。10月30日的拐点有一个特殊的背景，就是美联储以及国际货币基金组织在当天发表声明，表明了国际社会支持全球经济复苏的决心，使得各新兴市场国家及发达国家的股市和债市普遍受到提振，其中道琼斯指数在29日的上涨幅度达到10个点。以下是部分细节。

表1：A股寿险2008年10月之后大幅上涨的具体数据				
	上证指数	中国平安	中国人寿	中国太保
每股内含价值		16.7	8.5	9.09
低点	1665	9.28	14.34	7.63
P/EV		0.56	1.69	0.84
高点	3478	25.57	29.08	22.95
P/EV		1.53	3.42	2.52
低点到高点涨幅	109%	176%	103%	201%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理（单位：元）

图5：A股寿险企业股价于2008年上涨情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

自2012年7月以后央行的首次降息。

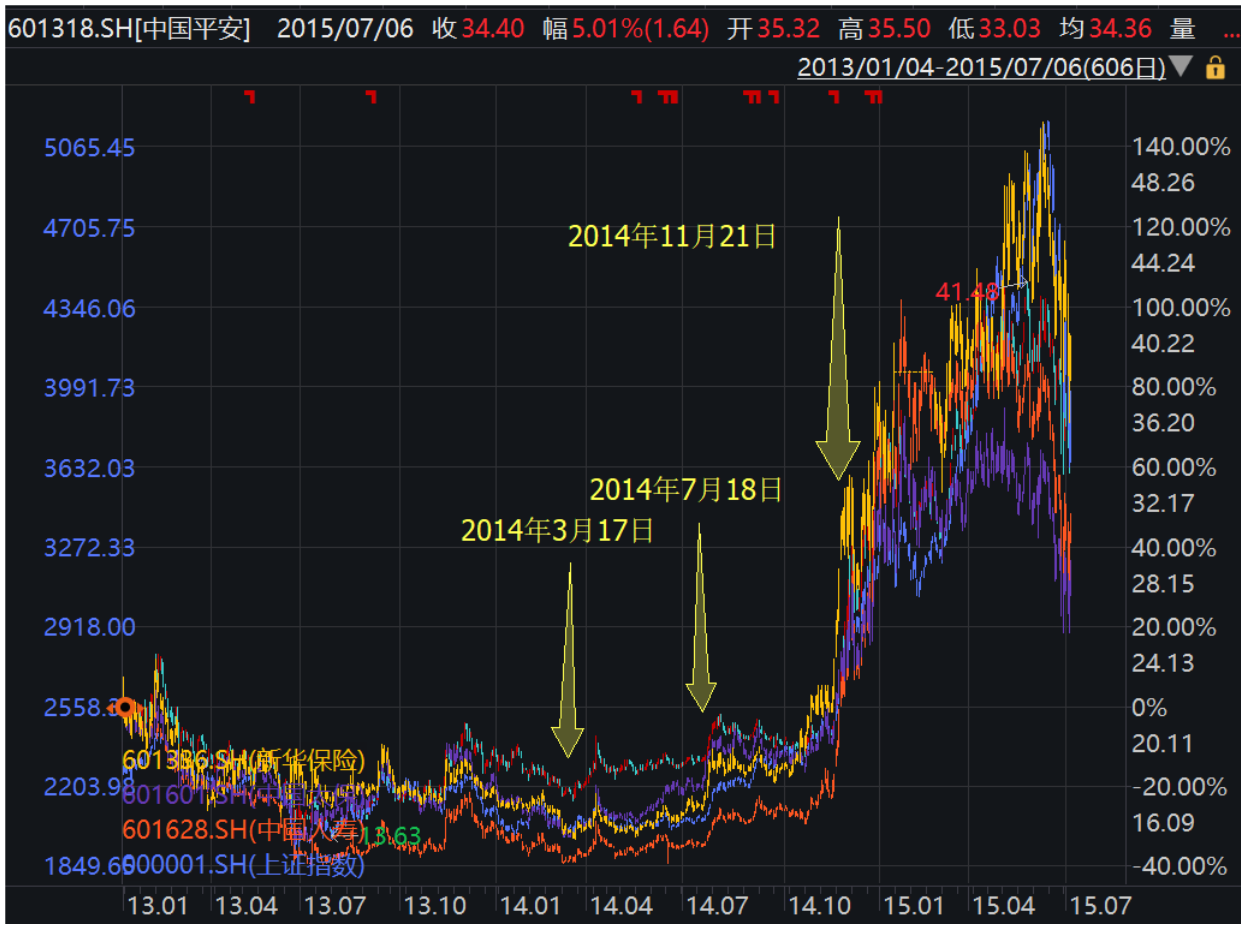
在经济下滑以及通货紧缩的背景下，降准降息的预期开始升温，直至11月21日，央行决定全面降息，宣告了货币政策的彻底转向，之后A股寿险开始加速上涨。

表2：A股寿险2014年3月之后大幅上涨的具体数据

	上证指数	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险
每股内含价值		51.6	16.1	18.9	27.33
低点	1974	15.56	11.73	12.37	17.77
P/EV		0.30	0.73	0.65	0.65
高点	5178	40.98	39.19	32.47	65.75
P/EV		0.79	2.44	1.72	2.41
低点到高点涨幅	162%	163%	234%	162%	270%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（单位：元）

图6：A股寿险企业股价于2014年上涨情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2017年4月17日公布的经济数据超于预期，短端利率的资金面预期平稳。

4月17日公布的经济数据超出预期。一季度GDP同比增长达到6.9%，创下2015年9月以来的最高，消除外界对中国经济“放缓”的担忧。GDP同比增速从2016年3季度上涨至4季度的6.9%，至2017年1季度和2季度，保持在7.0%的较高水平，之后除了在4季度微幅下滑至6.8%，其余季度皆保持在6.9%的水平，直至2018三季度开始下滑。

表3：A股寿险企业2017年4月之后大幅上涨的具体数据

	上证指数	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险
每股内含价值		45.14	25.97	31.58	49.19
低点	3016	32.15	22.35	22.79	38.04
P/EV		0.71	0.86	0.72	0.77
高点	3587	72.74	33.96	44.82	69.4
P/EV		1.61	1.31	1.42	1.41
低点到高点涨幅	19%	126%	52%	97%	82%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理（单位：元）

图7：A股寿险企业股价于2017年上涨情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2019年1月3日，当日央行实施降准，短端利率的资金面逐渐宽松。

在经历了2018年的紧信用之后，市场终于在2019年1月4号下午迎来降息，即中国央行宣布下调金融机构存款准备金率1个百分点。

表4：A股寿险2019年1月之后大幅上涨的具体数据

	上证指数	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险
每股内含价值		65.67	33.33	43.7	65.72
低点	2440	52.46	19.30	25.29	37.5
P/EV		0.80	0.58	0.58	0.57
高点	3288	89.81	35.63	38.78	63.47
P/EV		1.37	1.07	0.89	0.97
低点到高点涨幅	35%	71%	85%	53%	69%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理（单位：元）

图8：A股寿险企业股价于2019年上涨情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

综合以上分析，在客观数据上，寿险企业的股价表现与长端利率变化紧密相关。

同时基于情景分析，寿险股价的拐点一般出现在两个时间点：一是在经济预期改善时，二是在短端利率的资金面改善时。

所以在稳增长背景下，我们维持寿险行业的超配评级，并调高中国人寿、中国平安、中国太保和新华保险等公司的投资评级至买入评级。

表5：保险投资标的评级及盈利预测

代码	公司	评级	收盘价	EPS/EV		PE/PEV	
			(元)	2021A	2022E	2021A	2022E
601318	中国平安	买入	47.65	76.34	83.29	0.62	0.57
601628	中国人寿	买入	28.85	42.56	46.82	0.68	0.62
601601	中国太保	买入	23.40	51.80	56.46	0.45	0.41
601336	新华保险	买入	32.25	82.96	89.02	0.39	0.36

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

新单销售预期：一季度以来，重疾险销量仍然承压，而增额终身寿等储蓄型产品支撑销售。整体来看，代理人渠道和新单销售环比平稳，压力有所释放，但代理人队伍仍然承压，我们预计上半年的新业务价值增速分别为中国人寿（-10%到-20%）、中国平安（-20%到-30%）、中国太保（-30%到-40%）、新华保险（-50%到-60%）。

通货膨胀高企，美联储加大加息力度，影响经济增长预期。

免责声明



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±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±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；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ， 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。 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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 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