

保险行业 2021 年中期策略

寿险静待估值修复，财险喜迎经营拐点

核心观点：

- 2021 上半年保险板块大幅跑输市场，主因资产和负债双双低于预期。
- **展望寿险：短期承压静待修复，长期空间犹在，勿短期逻辑长期化。**
(1) 当前销售低迷原因在于：旧产品退市消耗客户、居民消费能力受疫情影响、主动（转型清虚）和被动（监管趋严及主动脱落）因素导致队伍人力持续下降。展望下半年，随着基数下降（20H2 平安/国寿/太保/新华 FYP 增速分别为-6.1%/-15.9%/-10.7%/-26%）、新客户的培养、居民消费能力的提升等，FYP 降幅有望逐步缩窄。(2) 长期来看保险行业仍有较大的空间。一是我国人口结构正加速变化，养老年金将是未来增长点。据统计局数据显示，2020 年我国 65 岁人口占比 13.5%，出生率下降至 8.52‰，历史首次降至个位数，“少子老龄化”趋势将推动居民“为生前储备”，养老年金将是未来增长点。二是医疗支出逐年增长，但居民负担比例居高不下。世卫组织数据显示，2018 年我国卫生费用支出中个人现金支出比例为 35.75%，同期的“商业医疗保险制度”代表国家的美国为 10.81%，“国家卫生服务制度”代表国家的英国为 16.71%，“社会医疗保险制度”的日本、德国、法国分别为 12.75%、12.65%、9.25%。重疾险的收入补偿功能、医疗险的报销作用、护理险的护理作用等均有较大的发展空间。
- **展望财险：进入经营拐点，龙头优势明显。**(1) 从保费角度：银保监会数据显示车险综合改革导致车均保费下降 19.7%，展望未来，车均保费基数下降及新车销量修复有望推动车险保费在三季度末迎来拐点，另外健康险和农险保持较高增长弥补信保业务的下滑，预计非车险全年有望实现 15% 的增长。(2) 从盈利角度，预计财险全年 COR 小幅上行但好于市场预期。车险 COR 较 Q1 上行主因综改后保单占比提升，非车险 COR 受益信保业务大幅减亏有望回归稳态水平。
- **展望资产端：利率易上难下，利润回归两位数增长。**截至 5 月份新增专项债发行进度仅 16.5%，低于 2019/2020 年的 40%/57%，6-9 月份有望迎来发行高峰期，推动利率上行。2021 年 750 曲线下移放缓，且有望在 2022 年初出现拐点。而保险公司受益准备金的少提，利润有望回归两位数增长。10Y 国债在 3.2% 的假设下，全年 750 曲线下移 14BP，低于 2020 年的 21BP，平安/国寿/太保/新华少提的准备金拉动净利润增长幅度分别为 4.5%/5.6%/15.9%/27.2%。
- **投资建议：**当前保险股极低的 PEV 估值预计已经充分反应市场对于保险负债端的悲观态度，而下半年负债端降幅有望收窄，同时资产端受益财政发力，保险股的估值有望实现修复。建议关注：中国太保（A/H）、中国平安（A/H）、中国财险（H）、中国人寿（A/H）、友邦保险（H）。
- **风险提示：**长端利率超预期下行；新单销售不达预期等。

行业评级

买入

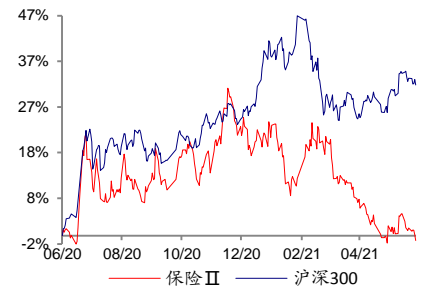
前次评级

买入

报告日期

2021-06-14

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901

chenfu@gf.com.cn

分析师：

刘洪



SAC 执证号：S0260520060001



0755-82564292



liuqi@gf.com.cn

请注意，刘洪并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

保险 II 行业:4 月份保费数据 2021-05-16

点评-寿险持续承压

保险 II 行业:一季报综述:寿险 2021-05-05

静待改善，财险超预期

保险 II 行业:2020 年报综述: 2021-04-01

黑暗已过，破晓在即

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		PEV/PB(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
中国平安	601318.SH	CNY	69.40	20210423	买入	106.3	9.04	9.96	7.68	6.97	0.85	0.73	18.45%	18.47%
新华保险	601336.SH	CNY	47.87	20210430	买入	62.45	6.21	8.53	7.71	5.61	0.54	0.47	15.62%	19.76%
中国太保	601601.SH	CNY	32.51	20210429	买入	52.04	2.98	3.48	10.91	9.34	0.60	0.51	12.75%	10.94%
中国人寿	601628.SH	CNY	33.30	20210428	买入	43.06	2.07	2.46	16.09	13.54	0.78	0.70	9.90%	9.60%
中国平安	02318.HK	HKD	80.90	20210423	买入	113.0	9.04	9.96	7.37	6.69	0.82	0.71	18.45%	18.47%
新华保险	01336.HK	HKD	27.70	20210430	买入	37.16	6.21	8.53	3.67	2.67	0.26	0.22	15.62%	19.76%
中国太保	02601.HK	HKD	25.40	20210329	买入	42.62	2.98	3.48	7.02	6.01	0.38	0.33	12.75%	10.94%
中国人寿	02628.HK	HKD	15.72	20210428	买入	21.58	2.07	2.46	6.25	5.26	0.31	0.27	9.90%	9.60%
友邦保险	01299.HK	HKD	95.60	20210315	买入	121.17	0.53	0.59	23.24	20.88	2.05	1.84	9.17%	9.46%
中国财险	02328.HK	HKD	7.47	20210519	买入	11.07	1.12	1.20	5.48	5.14	0.67	0.65	12.23%	13.37%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算，EPS 中友邦的货币为美元，而其余均为人民币；仅中国财险为 PB，其余均为 PEV

目录索引

一、复盘上半年：基本面明显分化，下半年估值修复	5
二、展望寿险：短期承压静待修复，长期空间犹在	7
（一）短期：消费能力和队伍的转型导致新单承压，静待改善修复估值	7
（二）中长期：人口结构变化推动保险需求的释放，空间犹在	9
三、展望财险：进入经营拐点，龙头优势凸显	12
（一）保费端：车险保费有望在年底迎来拐点，非车险	12
（二）承保利润率：车险和非车险趋势相反，预计全年整体承保利润率略微上行好于预期	14
四、资产端：利率有望回升，利润回归两位数增长	15
（一）地方政府债发行上量，长端利率有望上行	15
（二）750 曲线下行趋势平缓，利润有望回归稳定增速	16
五、投资建议	17
六、风险提示	18

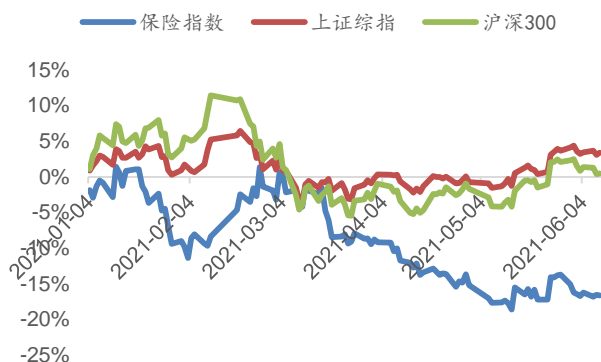
图表索引

图 1: 上半年保险指数走势 (截至 6 月 9 日)	5
图 2: 上半年保险个股走势 (截至 6 月 9 日)	5
图 3: 2021 上半年 10 年期国债收益率走势	5
图 4: 中国平安个人业务新单保费	5
图 5: 21Q1 新单保费增速整体实现正增长	6
图 6: 21Q1 NBV 增速略有分化, 但在预期之内	6
图 7: 21Q1 平安代理人 98.6 万人, 同比-12.9%	7
图 8: 21Q1 国寿代理人 128.2 万人, 同比-35.9%	7
图 9: 行业健康险单月增速	8
图 10: 央行储蓄问卷调查“更多储蓄占比”(%)	8
图 11: 上市保险公司当前 2021 年 PEV 估值处于历史极低的水平	9
图 12: 我国 65 岁以上人口占比 13.5%(%)	10
图 13: 1994 年日本 65 岁以上人口占比 13.8%	10
图 14: 2020 年我国出生率首次降至个位数 (万人、‰)	10
图 15: 2009 年日本出生率为 8.5‰ (‰)	10
图 16: 日本个人寿险业务新增保单件数结构	11
图 17: 美国人身险行业产品结构	11
图 18: 我国人均卫生费用持续增加 (元)	12
图 19: 卫生费用支出中个人现金支出比例	12
图 20: 行业车险累计保费增速	13
图 21: 陕西地区车险单月保费规模吉增速 (亿元)	13
图 22: 乘用车终端销量 (万辆) 及同比增速	13
图 23: 行业非车险累计同比增速	14
图 24: 非车险业务结构	14
图 25: 人保和平安财险综合成本率是 u 篇	14
图 26: 人保车险综合成本率水平	14
图 27: 2019-2020 年人保非车险综合成本率提升	15
图 28: 人保和平安保证保险综合成本率大幅提升	15
图 29: 固定资产投资数据持续好转 (%)	16
图 30: 房地产销售数据持续好转 (%)	16
图 31: 3.2%假设下 750 天移动平均曲线变化趋势	16
表 1: 公司 2020 年上下半年新单和新业务价值增速	9
表 2: 3.2%假设下 750 曲线变动对净利润的理论影响测算	17

一、复盘上半年：基本面明显分化，下半年估值修复

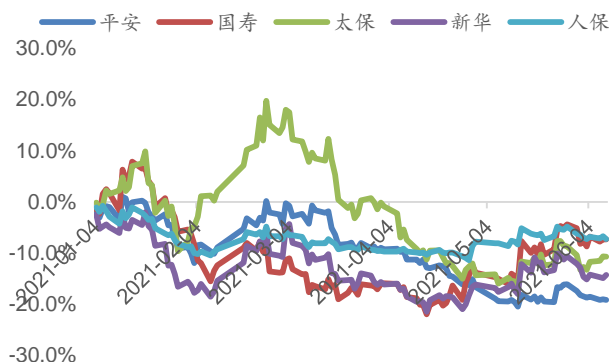
资产和负债均低于预期导致保险板块在上半年跑输市场。截至6月11日，保险指数（wind主题指数，下同）较年初-18.5%，明显跑输上证综指3.4%的涨幅，主要是保险板块资产端和负债端表现均低于市场预期。从资产端来看，2020年底市场根据2021年宏观经济预期、货币政策的调整导致流动性边际收敛、海外债券利率上行等多方面的预期，展望2021上半年10年期国债收益率有望上行，但由于二季度流动性超预期宽松导致长端利率自3.2%左右下行10BP，在一定程度上低于市场预期；从负债端来看，在2020年10月份上市公司纷纷提前备战开门红且获得较好的预售成绩、1月份主力重疾险产品退市、2020年疫情导致的负债低基数等综合因素，市场对于2021年负债端抱有较高的期待，但自1月份旧产品退市导致的重疾险产品需求提前透支后，负债端持续不振导致市场对于负债端的担忧加剧，据平安的月度保费数据来看，个人业务新单保费单月增速由1、2月份的31%、23.7%下降至3、4月份-17.1%和-23.3%。

图1：保险指数走势（wind主题指数，截至6月11日）



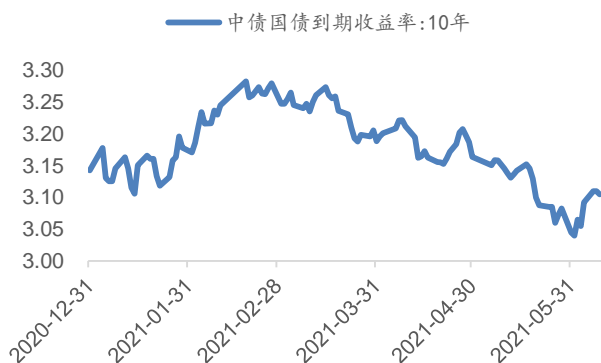
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图2：上半年保险个股走势（截至6月11日）



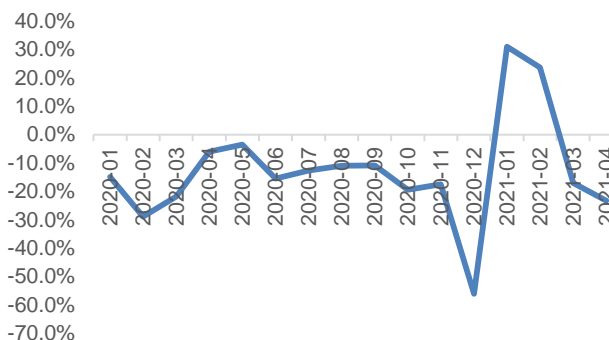
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图3：2021上半年10年期国债收益率走势（%）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图4：中国平安个人业务新单保费累计同比增速



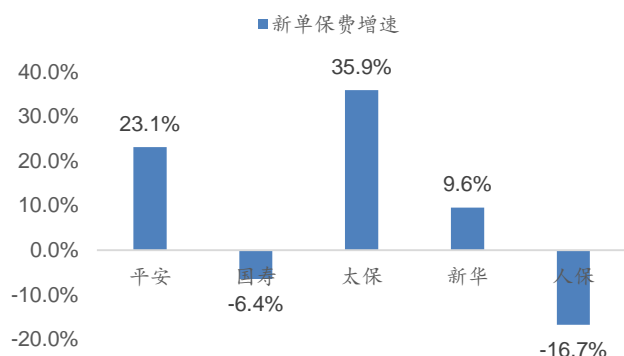
数据来源：公司月度保费公告，广发证券发展研究中心

基本面整体趋同导致保险股涨幅基本上一致，估值差异略微收敛。截至6月11日，平安、国寿、太保、新华、人保年初至今涨幅分别为-20.2%、-13.3%、-15.3%、-17.4%、

-8.5%，其中平安下滑幅度较大的原因在于公司因华夏幸福的投资受拖累，导致市场对于公司资产端产生一定的担忧，同时公司过去估值处于相对较高的水平，在行业整体基本面低于预期的背景下导致下滑幅度高于同业保险公司。除平安受自身资产端风险事件外，其余保险公司的涨幅基本上一致，主因基本面整体并未大幅分化。

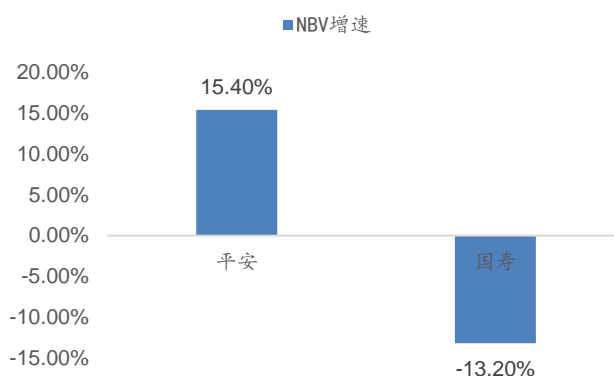
从寿险新单层面来看，平安、国寿、太保、新华、人保2021Q1同比增速分别为23.1%、-6.4%、35.9%、9.6%、-16.7%，虽然国寿和人保实现负增长但在预期之内，国寿在2019-2020年新单保费逆势增长奠定较高的基数，而人保寿险持续转型导致趸缴保费同比-38.1%拖累整体新单同比增速，而平安和太保实现正增长受益于战略的调整，由过去的“淡化开门红”转为“积极准备开门红”，同时平安为保2019年业绩腾挪2020年开门红预售保单导致2020年一季度新单基数较低，太保在去年10月份推出性价比较高的产品“鑫享事诚”推动新单大幅增长。从价值层面来看，平安和国寿NBV同比增速分别为15.4%、-13.2%，虽然有所分化但也在市场预期之内，国寿高基数叠加2021年深化队伍转型。

图5：21Q1新单保费同比增速整体实现正增长



数据来源：公司一季度报告，广发证券发展研究中心

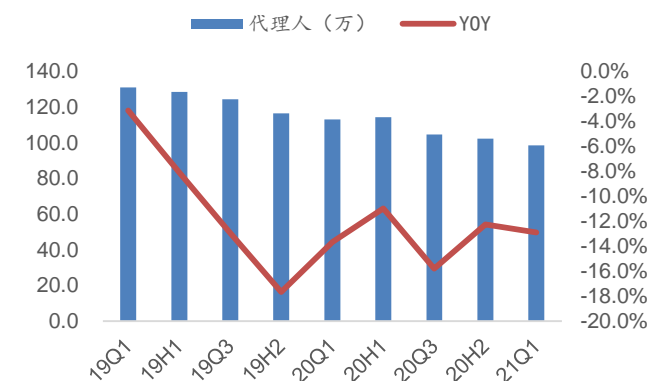
图6：21Q1 NBV 同比增速略有分化，但在预期之内



数据来源：公司一季度报告，广发证券发展研究中心

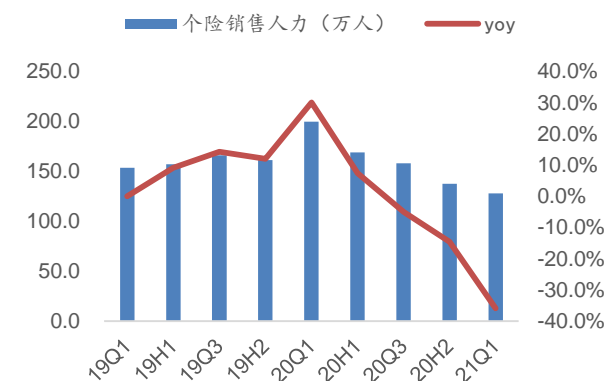
从队伍规模来看，保险公司代理人队伍同比及环比出现明显下滑，其中21Q1末平安、国寿代理人规模分别为98.6万、128.2万，同比增速分别为-12.9%、-35.9%，环比增速分别为-4%、-7%。（1）队伍同比大幅下降的原因在于去年同期因疫情的影响导致线上增员门槛较低，同时监管引导放缓清虚力度，双管齐下导致队伍规模有所增长。（2）队伍环比年初有所下降的原因主要是健康险产品在旧产品退市后销售难度加大，收入下降导致留存较难，另外诸如外卖、快递等行业的收入相对较高造成一定的分流导致增员较为困难，另外监管趋严也在一定程度上影响分支机构增员节奏。

图7：21Q1平安代理人98.6万人，同比-12.9%



数据来源：公司一季度报告，广发证券发展研究中心

图8：21Q1国寿代理人128.2万人，同比-35.9%



数据来源：公司一季度报告，广发证券发展研究中心

二、展望寿险：短期承压静待修复，长期空间犹在

（一）短期：消费能力和队伍的转型导致新单承压，静待改善修复估值

1.当前销售低迷的原因？

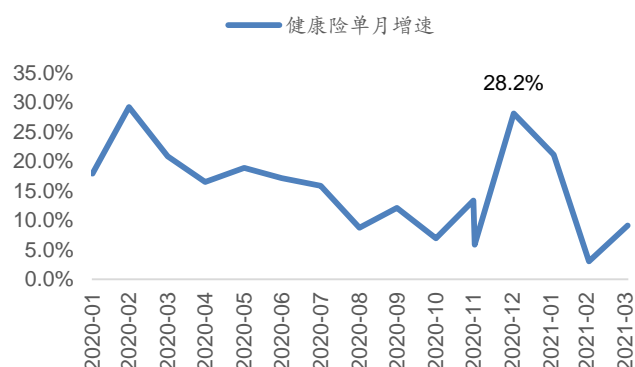
在2020年末，基于开门红预售成绩和低基数，市场对于2021年负债端寄予厚望，但2月份开始以重疾险为主的健康险销售持续低迷，低于市场预期。行业健康险单月同比增速由1月份的28.2%下降至4月的9.1%，累计同比增速由1月份的28.2%下降至14.7%。**新单销售持续低于市场预期的原因主要有三个原因：**

一是1月份新旧重疾定义切换，旧产品退市导致现有代理人周围的客户需求被提前透支，而新客户的培养需要经历一定的时间；

二是居民消费能力受到疫情的影响并未修复到疫情前水平，尤其是对于可选消费属性、高额且周期较长的重疾险的消费能力有所降低。预防性储蓄是指消费者对未来的判断存在较大不确定性的时候，居民会增加储蓄来防备，从央行城镇储户问卷调查“更多储蓄占比”自2020年开始上行，虽然随着宏观经济的修复而有所下降，但2021年一季度为49.1%，较疫情前仍有距离。

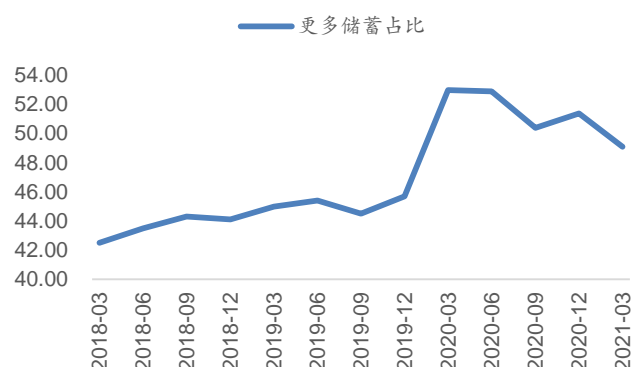
三是保险公司在主动（转型清虚）和被动（监管趋严、队伍收入下降导致增员难度加大）等因素导致队伍人力持续下降，拓客的范围收窄，同时新人变少导致缘故保单大幅下降，尤其是在去年疫情导致服务行业的人涌入保险行业（20Q1国寿代理人暴增至200万以上）导致的新单基数相对较高。

图9：行业健康险单月同比增速



数据来源：银保监会，广发证券发展研究中心

图10：央行储蓄问卷调查“更多储蓄占比”（%）



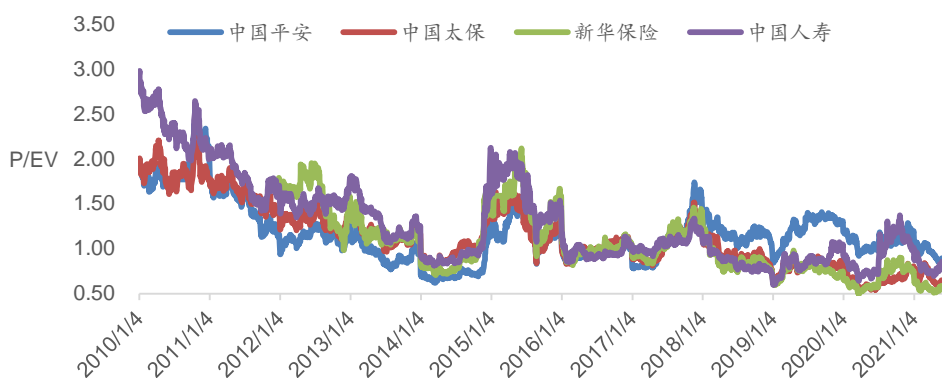
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

2.下半年如何展望？

当前市场已经对负债端的低迷充分反应，平安、国寿、太保、新华2021年PEV估值已经下行至0.85X、0.77X、0.59X、0.54X，纷纷接近2020年4月份10年期国债收益率下行至历史最低的2.5%的历史最低估值水平，预计已经充分反应市场对于负债端的负面预期。展望下半年，二季度负债端的低迷是否会延续？我们认为负债端依旧承压，但随着基数下降有望、居民消费能力的修复等有望推动负债端降幅逐步缩窄，好于二季度。一方面是旧产品的退市导致需求透支的负面影响逐步消退，客户的培养有望逐步释放部分的需求；二是基数大幅下降，2020年下半年由于部分保险公司调整开门红策略，平安和太保由过去的淡化开门红到积极准备开门红，同时国寿开启高质量转型，队伍由过去的“扩量提质”转为“提质扩量”，导致下半年的新单仍继续下滑，平安、国寿、太保、新华2020年下半年新单保费同比下滑幅度为-6.1%、-15.9%、-10.7%、-26%，新业务价值同比增速分别为-46.9%、-31.6%、-11%、1.9%，相比于上半年的-24.4%、-24.8%、6.7%、-11.4%仅新华有所好转；三是居民的消费能力有望随着经济的不确定性消除后有一个逐步改善的过程，当前国内局部疫情仍有部分反弹，导致居民对于未来的收入仍存在一定的不确定性，但随着疫苗的逐步接种，不确定性逐步消除，居民的储蓄倾向有望逐步下降，利好居民对于可选消费品的消费能力修复。

但考虑到居民的消费能力修复过程将是一个缓慢的过程，同时代理人转型仍在持续当中，增员率短期难以大幅提升，因此预计下半年负债端的修复将是一个比较平缓的修复，难以实现大幅增长，考虑到当前极低的估值和长端利率的水平，下半年负债端能够持续缩窄降幅便有望推动估值修复。

图11：上市保险公司当前2021年PEV估值处于历史极低的水平



数据来源：公司年度报告，广发证券发展研究中心

表1：公司2020年上下半年新单和新业务价值同比增速

	FYP			新业务价值		
	2019H1	2020H1	同比增速	2019H1	2020H1	同比增速
中国平安	91,908	84,548	-8.0%	41,052	31,031	-24.4%
中国太保	38,238	30,316	-20.7%	14,927	11,228	-24.8%
中国人寿	127,845	146,214	14.4%	34,569	36,889	6.7%
新华保险	15,595	34,184	119.2%	5,890	5,221	-11.4%
	2019H2	2020H2	同比增速	2019H2	2020H2	同比增速
	2019H2	2020H2	同比增速	2019H2	2020H2	同比增速
中国平安	68,570	64,367	-6.1%	34,893	18,544	-46.9%
中国太保	18,535	15,587	-15.9%	9,670	6,613	-31.6%
中国人寿	53,444	47,725	-10.7%	24,129	21,484	-11.0%
新华保险	16,715	12,363	-26.0%	3,889	3,961	1.9%

数据来源：公司年度报告，广发证券发展研究中心

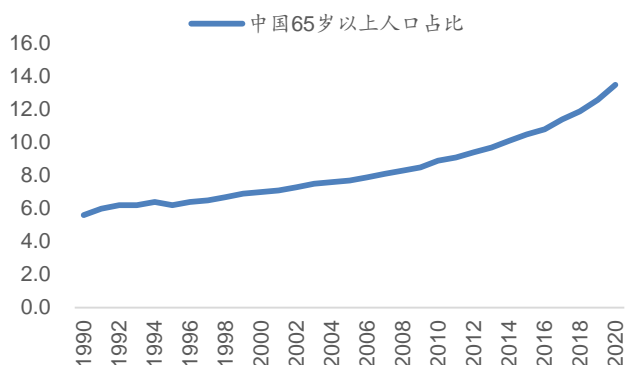
（二）中长期：人口结构变化推动保险需求的释放，空间犹在

因在2020年底基数的背景下仍未大幅改善，导致市场对于保险行业长期空间较为悲观，认为未来行业将持续维持较低的增长，保险的深度和密度难以有一个较大的增长，但我们认为随着人口结构的加速变化，尤其是“少子老龄化”趋势的加速，未来居民对于养老和医疗的支出有望提升，保险长期空间仍然非常大。

1. 出生人口大幅下降、老龄化率加速，养老年金将是未来增长点

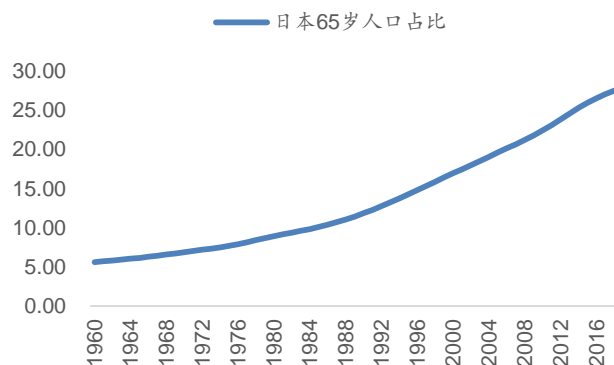
我国人口结构正在加速变化。一是人口老龄化加剧，截至2020年末我国65岁人口达到1.9亿，占我国总人口13.5%，较2019年提升0.9个百分点（数据来源：国家统计局），达到日本20世纪90年代的水平。我国65岁人口占比由5.6%提升至目前的13.5%仅花了30年；二是出生率大幅下降，2020年我国出生人口1200万，相较于2019年下降18%，降幅进一步扩大，出生率下降至8.52‰，首次下降至个位数，达到日本21世纪初的低位水平。出生率的大幅下降将加速人口老龄化的趋势，人口年龄组将逐渐向上倾斜。

图12: 我国65岁以上人口占比13.5%



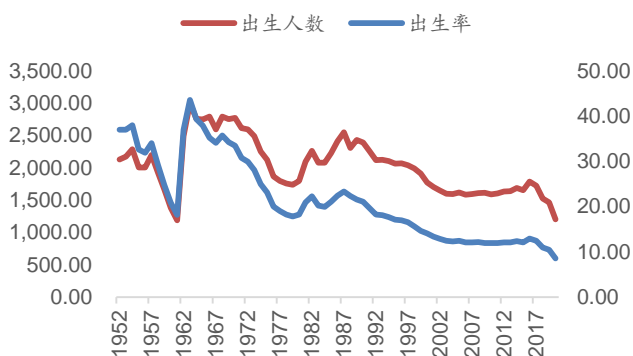
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图13: 1994年日本65岁以上人口占比13.8%



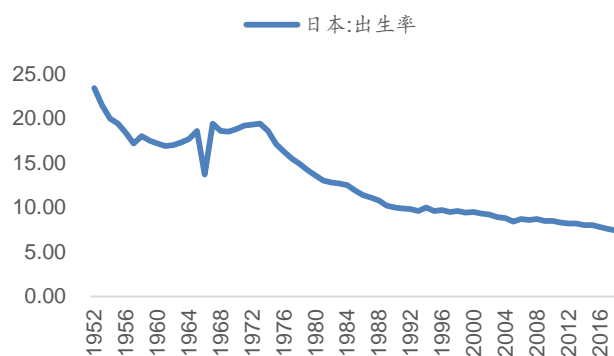
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图14: 2020年我国出生率首次降至个位数(万人、‰)



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

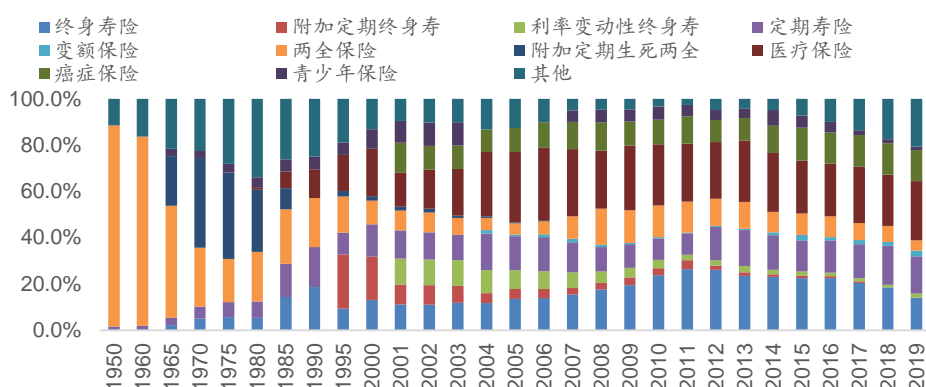
图15: 2009年日本出生率为8.5‰



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

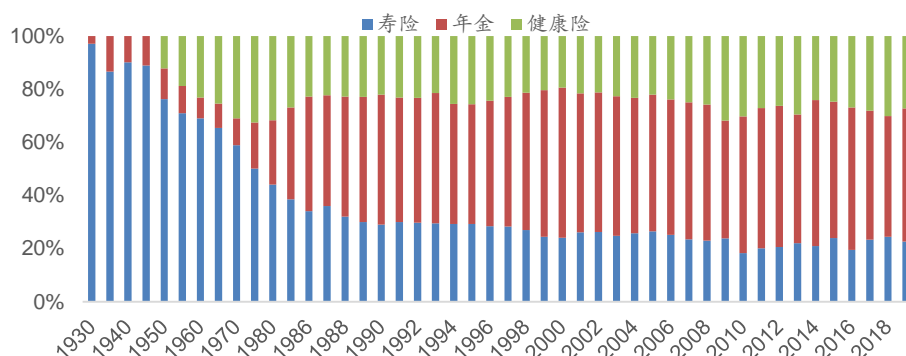
根据日本经验, “少子老龄化”将对保险行业产生深刻的影响, 居民对于保险的需求将由过去的“为死后做准备”转向“为生前做准备”。根据日本人身险行业年报显示, 1985年投保人购买保险产品的需求主要是为满足“发生意外后家庭的生活保障”, 但随着生育率持续下降, 2012年投保保险产品的主要需求变为“医疗和治疗费用”, 居民将在年轻有赚钱的阶段开始储备好老年阶段所需要的支出。截至2019年日本个人寿险业务新增件数中, 医疗保险、定期寿险是占比最高的两个险种, 分别为25.6%、16.1% (数据来源: 日本人身险行业); 2019年美国年金险占人身险比重高达50% (数据来源: 美国人身险行业), 占据了半壁江山。

图16: 日本个人寿险业务新增保单件数结构



数据来源：日本人身险行业协会，广发证券发展研究中心

图17: 美国人身险行业产品结构



数据来源：美国人身险协会，广发证券发展研究中心

针对于未来居民的养老需求，一方面监管开始试点商业养老保险产品，另一方面保险公司纷纷涉足养老社区。如太保的“太保家园”、国寿的“国寿嘉园”、新华的“新华家园”、平安的“臻颐年”高端养老社区等，通过购买年金险等产品达到一定门槛后可获取养老社区的入住资格函，其中“太保家园”入住资格函已经累计发放超过1万件。保险公司通过养老社区的运营，一方面缓解居民未来养老的压力，支持国家战略，另外有力的促进年金险等保单的销售，并通过未来养老社区的运营，实现保险-医疗-养老等闭环生态。

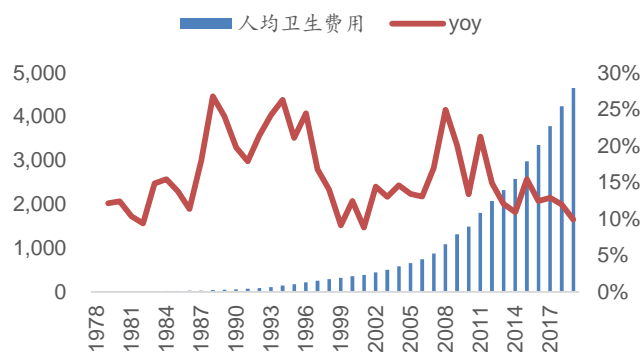
2. 医疗支出逐年提升，居民负担居高不下，健康险大有可为

一方面，我国卫生费用持续提升，2019年我国人均卫生费用4656.7元（数据来源：卫计委），较2018年提升10%，占城镇人均可支配收入的比重提升11%，虽然国家积极开展医保集采等手段控制医疗费用支出的提升，但随着人口老龄化的加速，而老龄人口组的平均医疗支出明显较高，因此随着人口结构的变化势必导致居民的医疗费用支出持续提升。

另外，我国医疗费用支出中个人负担较重，我国目前建立了以城镇职工医疗保险和城乡居民医疗保险为主的基本医疗保险体系，截至2020年末覆盖我国13.6亿人口，覆盖率稳定在95%以上（数据来源：国家医疗保障局），但覆盖程度仍然较低，卫生费用支出中个人占比相对较高，看病难和看病贵仍然是老百姓最关注的民生问题

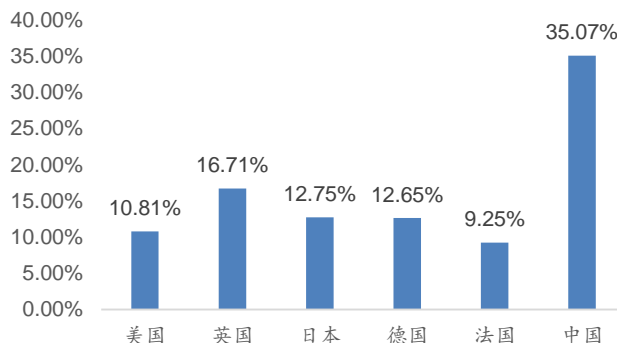
之一。根据世界卫生组织的数据显示，2018年我国卫生费用支出中个人现金支出比例为35.75%，反观其他国家的情况，同期的“商业医疗保险制度”代表国家的美国这一比例为10.81%，“国家卫生服务制度”代表国家的英国这一比例为16.71%，“社会医疗保险制度”的日本、德国及法国这一比例分别为12.75%、12.65%、9.25%。

图18：我国人均卫生费用持续增加（元）



数据来源：卫计委，广发证券发展研究中心

图19：卫生费用支出中个人现金支出比例



数据来源：WHO2018年数据，广发证券发展研究中心

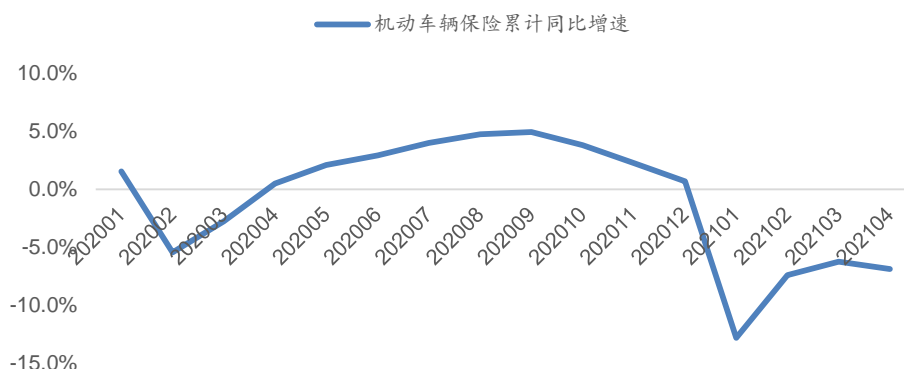
居民的医疗费用支出将呈现上升态势，居民购买保险有望逐步转变至“为生前做准备”，参考海外国家的趋势，无论何种社会保险保障体系下，最后的结果均是将卫生费用支出结构中个人现金支出比例下降至10%-15%的水平，降低居民的医疗负担。因此在中长期的视角下，无论是重疾险的弥补收入损失作用、还是医疗险的医疗费用报销作用，亦或者是护理险的晚年护理费用等作用，有望在我国人口结构变化的不可逆驱使下“施展拳脚”。

三、展望财险：进入经营拐点，龙头优势凸显

（一）保费端：车险保费有望在年底迎来拐点，非车险

2020年9月19日行业正式实施车险综合改革，“降价、增保、提质”的整体目标效果初步实现，根据银保监会的数据来看，截至今年4月底，车均保费较改革前下降19.7%，平均第三者保额由89万元提升至141万元，赔付率同比提升14.5个百分点。截至4月份，行业车险保费累计同比增速为-6.9%。

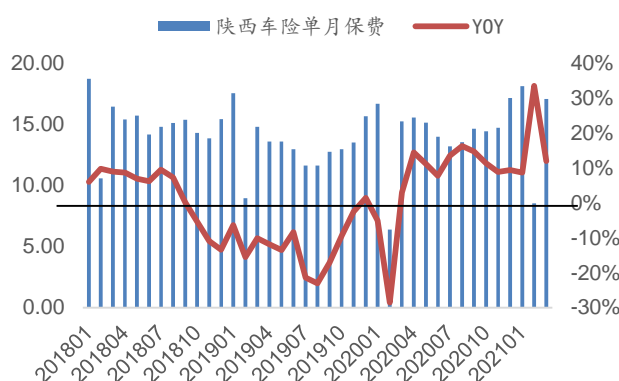
图20: 行业车险累计保费同比增速



数据来源: 银保监会, 广发证券发展研究中心

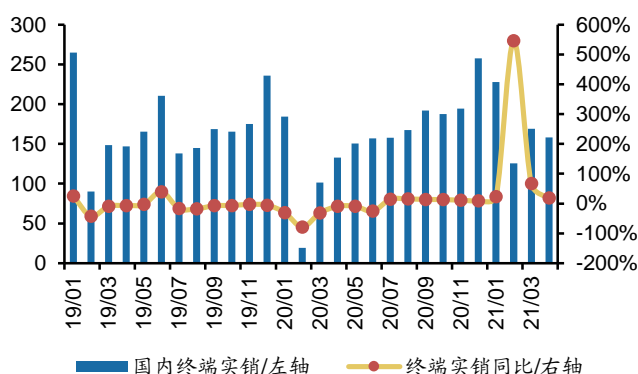
展望未来, 一方面从综合车险改革导致车均保费下降的影响来看, 从过去完全放开定价试点的区域看, 改革导致的车均保费下降引致的保费下滑约持续一年左右。我们根据此前完全放开定价试点的陕西地区车险保费趋势来看, 2018年9月份陕西地区开始推行车险自主定价, 车险保费单月同比增速由2018年8月份的7.4%下降至0.2%, 随后负增长, 持续至2019年12月转正(2020年初重回负增长主因疫情)。车险综改于2020年9月19日正式实施, 目前已经过去大半年, 至三季度末车均保费基数将拉到同一“起跑线”上, 车均保费基数的大幅下降有望推动车险保费拐点的到来。另一方面因宏观环境的回暖, 新车的销量正在逐步修复, 4月份乘用车终端销量较2019/2020年同期分别增长7.7%/19.1%, 前4月份累计销量较2019/2020年同期分别增长4.6%/55.3%, 经济修复有望改善收入预期进而带动乘用车消费, 而新车的车均保费相对较高, 销量的回暖有望推动车险同比增速修复。综合车险改革影响逐步消退及新车销量回暖的共振, 我们认为车险保费增速有望回暖。

图21: 陕西地区车险单月保费规模同比增速(亿元)



数据来源: 陕西银保监会, 广发证券发展研究中心

图22: 乘用车终端销量(万辆)及同比增速

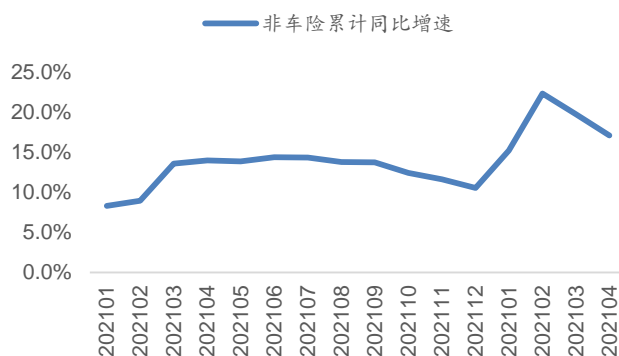


数据来源: 中机中心, 广发证券发展研究中心

非车险方面, 健康险增速因疫情激发居民的保障需求和大病保险等综合利好维持高增速, 但信保业务持续控制风险敞口将拖累整体非车险业务增速, 预计全年非车险保费增速15%左右, 远好于车险增速。4月份行业非车险累计增速为17.1%, 其中信保业务、农险、健康险增速分别为-32.7%、20.7%、31.4%, 虽然宏观经济的回暖降低信用风险, 但保险公司仍在持续降低信用保证业务的风险敞口, 而农险和健康

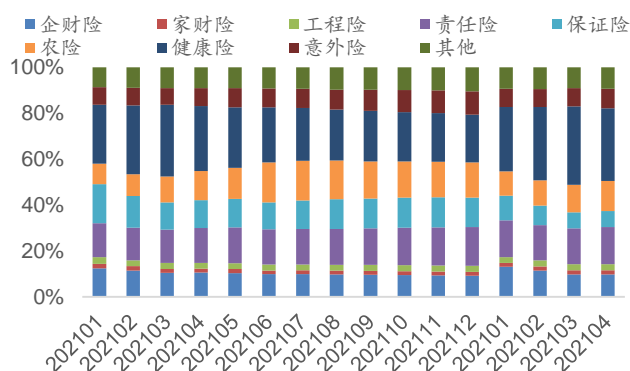
险增速保持相对较高的水平，十四五规划中再次强调“健全农村金融服务体系，发展农业保险”和多层级社会保障体系，预计农险和大病保险为主等非车险有望实现稳定增长，另外责任险有利于调节社会纠纷，也是当前监管大力支持的险种，并且承保利润率相对较高。

图23：行业非车险累计同比增速



数据来源：银保监会，广发证券发展研究中心

图24：非车险业务结构



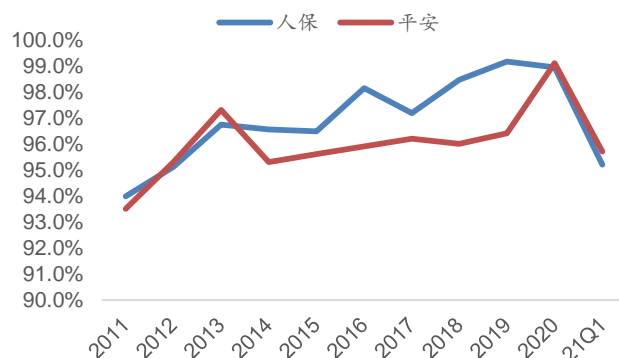
数据来源：银保监会，广发证券发展研究中心

（二）承保利润率：车险和非车险趋势相反，预计全年整体承保利润率略微上行好于预期

2021年一季度，人保和平安财险综合成本率分别为95.2%、95.7%，同比变动幅度为-1.4pct、-1.3pct，主要是非车业务大幅减亏所致。展望全年，车险因综合改革降低车均保费而整体综合成本率将上行，但非车险因信保业务大幅减亏而将有所下行，预计整体财险综合成本率将略微上行但好于市场预期。

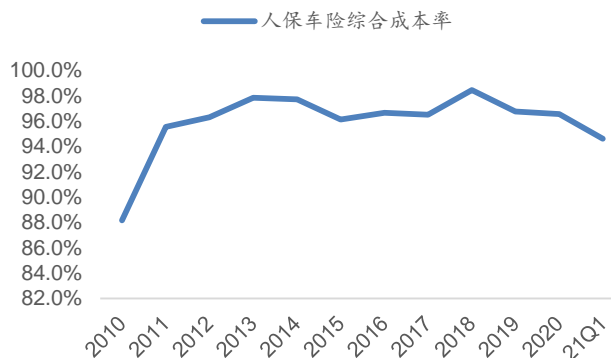
关于车险，由于综合车险改革，车均保费下降19.7%导致赔付率上升，同时改革初期市场仍处于高度竞争的环境下费用率下降的幅度预计低于赔付率上升的幅度，导致车险综合成本率将有所提升。一季度人保披露的车险综合成本率同比+0.4pct至94.6%，主因已赚保费形成中2020年9月19日综合改革前的保单占比相对较大，随着综合改革的持续推进，改革后的新保单占比提升将推升整体综合成本率，预计全年约在98%左右，较2020年提升1.5个百分点，而行业由于竞争激烈等综合因素预计高于人保综合成本率。

图25：人保和平安财险综合成本率水平



数据来源：公司年度报告，广发证券发展研究中心

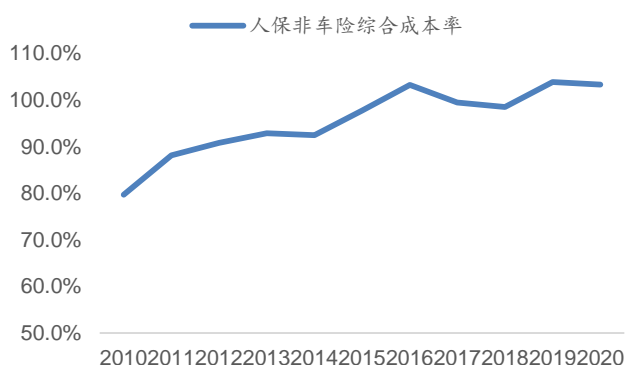
图26：人保车险综合成本率水平



数据来源：公司年度报告，广发证券发展研究中心

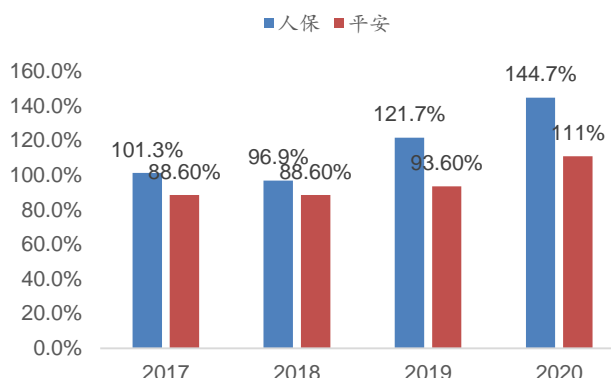
从非车的角度，随着保险公司主动控制信保业务和宏观经济的修复降低市场信用风险的因素，信保业务的大幅减亏将极大的利好非车险的综合成本率回归正常水平。2019-2020年人保非车险综合成本率分别为103.9%、103.3%，2019年承保亏损的主要原因是非洲猪瘟导致生猪保险大幅亏损，农险综合成本率101.7%，同时信保业务综合成本率飙升至121.7%，而2020年由于疫情导致信用风险大幅提升，信保业务的综合成本率再提升至144.7%。但随着行业在2020年开始主动控制信保业务，风险敞口大幅下降（行业保证保险2020年保费同比-18.4%，2021年1-4月份累计增速为-32.7%），2021年信保业务有望大幅减亏利好非车险综合成本率回归稳态水平。

图27：2019-2020年人保非车险综合成本率提升



数据来源：公司年度报告，广发证券发展研究中心

图28：人保和平安保证保险综合成本率大幅提升



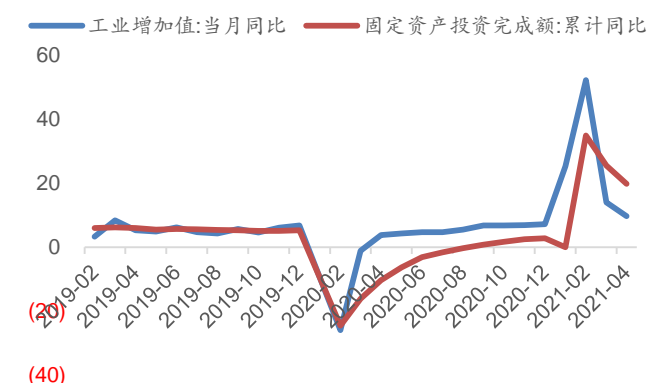
数据来源：公司年度报告，广发证券发展研究中心

四、资产端：利率有望回升，利润回归两位数增长

（一）地方政府债发行上量，长端利率有望上行

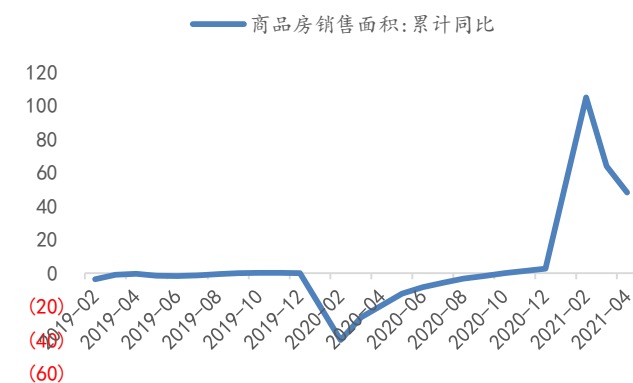
截至目前（6月11日），10年期国债收益率3.13%，主要是财政后置导致本应在财政体系的资金滞留银行体系，狭义流动性偏宽松，导致长端利率和大宗商品背离，逆势下行。展望下半年，宏观经济逐步恢复，流动性有望转为“狭义流动性回归中枢、广义流动性趋稳”的组合，有望推动10年期国债收益率在当前水平上行。从经济学的角度，4月份经济数据温和放缓，虽然工业增加值、消费等略有放缓，但固定资产投资1-4月份两年平均增长3.9%，高于一季度的2.9%，同时制造业明显加速，而财政后置导致基建有所减速，另外地产销售同比仍有19.2%的增长，后续一则外需有基本面支撑，三四季度若欧美接种完成，则疫苗产能存在外溢效应，二则地产销售存在较强的内生脉冲，三则财政后置，年内经济实质压力不大。从流动性的角度，今年财政政策明显后置，截至5月的新增专项债发行进度仅为16.5%，显著低于去年的57%、2019年的40%，6-9月份预计仍将迎来一波发行高峰，有望推动资金由银行间转向地方政府债，推动狭义流动性回归中枢，利好长端利率上行

图29: 固定资产投资数据持续好转 (%)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图30: 房地产销售数据持续好转 (%)



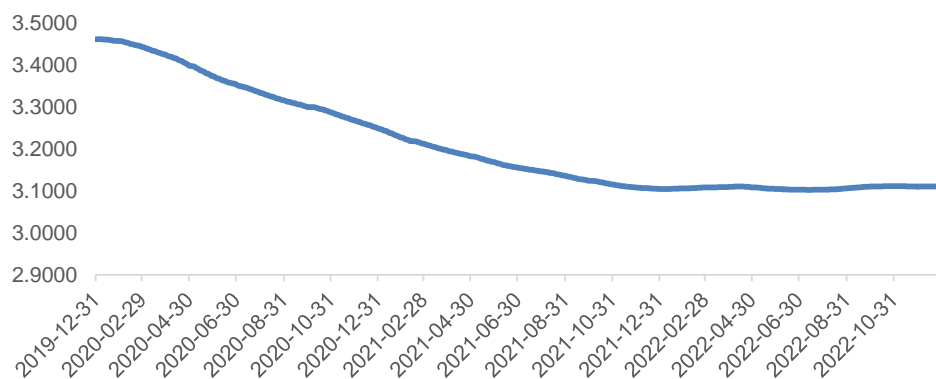
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(二) 750 曲线下行趋势平缓，利润有望回归稳定增速

从会计估计变更来看，10Y国债750日移动平均曲线下行趋势平缓，2021年准备金增提压力明显低于2020年。2021年考虑到宏观经济的回暖和货币政策的灵活适度 and 精准导向，10年期国债收益率稳定在3%以上，但由于经历了2020年的下行，因此750曲线仍将处于下行通道，但下行趋势将有所放缓，下滑幅度将低于2020年水平。假设10年期国债收益率在未来保持3.2%的水平，则全年750曲线将下移14个BP，相较于2020年下行的21个BP大幅收敛，且同时将在2022年初开始出现拐点。

从利润的角度，2021年因750曲线下移幅度收窄，因此保险公司增提的准备金将有所下降，通过2020年敏感性进行理论测算（用2020年的增提额和750曲线变化幅度线性外推），则平安、国寿、太保、新华少提的准备金规模分别为63.8亿元、128.5亿元、39.1亿元、38.8亿元，拉动净利润增长幅度分别为4.5%、5.6%、15.9%、27.2%。

图31: 3.2%假设下750天移动平均曲线变化趋势 (%)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表2: 3.2%假设下750曲线变动对净利润的理论影响测算

	归母净利润		750 曲线变动幅度预测(BP)		750 天曲线变动对利润的理论影响额			
	2019A	2020A	2020A	2021E	2020A	2021E	变动	对净利润的影响幅度
平安	149,407	143,099	-21	-14.	-19,141	-12,761	6,380	4.5%
国寿	58,287	50,268	-21	-14	-38,543	-25,695	12,848	25.6%
太保	27,741	24,584	-21	-14	-11,733	-7,822	3,911	15.9%
新华	14,559	14,294	-21	-14	-11,644	-7,763	3,881	27.2%

数据来源: 公司年度报告, 广发证券发展研究中心

从投资收益的角度, 下半年因地方政府债的加速发行将有望推动长端利率上行, 同时地方政府债的发行有望为保险公司提供长久期的资产, 利好保险公司新增投资和到期在投资的收益率视同, 而权益市场受益当前流动性超预期宽松的局面, 同样有利于保险公司权益资产投资, 因此我们认为保险公司2021年净利润有望实现两位数的正增长, 扭转2020年净利润因大幅增提准备金和高基数而下滑的趋势。

五、投资建议

2021上半年保险板块大幅跑输市场, 主因寿险板块跑输市场主因资产和负债双轮低于预期, 其中负债端方面由于去年底开门红预售及低基数推高市场预期, 而1月份旧产品退市后以重疾险为主的健康险产品销售大幅低于市场预期, 而资产端方面由于去年底市场对于流动性和宏观经济的修复期待10年期国债收益率能够上行, 但二季度由于财政后置导致流动性超预期宽松而有所下行。财险板块略跑输市场主因车险综合改革导致车均保费下降及综合成本率的上行。展望下半年, 寿险负债端虽然将持续承压, 但考虑到基数和消费能力有望降幅逐步缩窄修复估值, 另外财险负债端将在三季度末迎来拐点, 同时资产端受益地方政府债的发行上量有望上行, 结合当前极低的估值, 保险股在下半年有望实现估值修复。

寿险负债端: 短期承压静待修复, 长期空间犹在, 勿短期逻辑长期化。

(1) 短期来看, 当前销售低迷的主要原因在于三方面: 旧产品退市消耗客户、居民消费能力受疫情影响, 增加储蓄累防未来的不确定性、主动(转型清虚)和被动(监管打击增员套利、收入下降主动脱落)因素导致队伍人力持续下降。展望下半年, 随着基数的下降(20H2平安、国寿、太保、新华新单保费增速分别为-6.1%、-15.9%、-10.7%、-26%)、新客户的培养、居民消费能力的提升等, 有望逐步缩窄降幅。(2) 长期来看, 保险行业仍有较大的空间。一是我国人口结构正加速变化, 养老年金将是未来增长点, 65岁人口占比13.5%, 出生率下降至8.52‰, 历史首次降至个位数, 已处于21世纪的日本极低水平, “少子老龄化”趋势将推动居民“为生前储备”。二是医疗支出逐年增长, 但居民负担比例居高不下。2018年我国卫生费用支出中个人现金支出比例为35.75%, 同期的“商业医疗保险制度”代表国家的美国这一比例为10.81%, “国家卫生服务制度的”代表国家的英国这一比例为16.71%, “社会医疗保险制度”的代表国家的日本和德国及法国这一比例分别为12.75%、12.65%、9.25%。重疾险的收入补偿功能、医疗险的报销作用、护理险的晚年护理作用等均有较大的发展空间。

财险负债端：进入经营拐点，龙头优势明显。

(1) 从保费规模的角度：车险综合改革导致车均保费下降19.7%，2021年1-4月份行业车险保费增速下降6.9%。展望未来，保费有望在三季度末迎来拐点，主因车均保费基数将回归“同一起跑线”，另外新车销量随着宏观经济的回暖而逐步修复；另外非车险方面信保业务由于保险公司主动控制风险敞口而大幅下滑拖累整体非车增速，但健康险和农险保持稳定的增长预计全年有望维持15%的增长。(2) 从承保利润的角度，21Q1人保和平安财险综合成本率为95.2%、95.7%，主因信保业务大幅减亏所致，展望全年预计财险综合成本率有望小幅上行好于市场预期。车险综合成本率较一季度上行主因综改后保单占比提升，预计人保财险全年有望维持在98%左右，与行业的差距有望拉大；非车险综合成本率受益信保业务大幅减亏有望回归稳态水平。2020人保和平安信保业务综合成本率为144.7%、111%。

资产端：利率有望上行，利润回归两位数增长。

地方政府债发行上量有望推动长端利率上行，宏观经济逐步恢复，而财政政策明显后置(截至5月份新增专项债发行进度仅16.5%，低于2019年/2020年的40%/57%)，因此6-9月份有望迎来发行高峰期，推动资金由银行间转向地方政府债。从业绩的角度来看，2021年10年期国债收益率持续位于3%以上，750曲线下移放缓且有望在2022年初出现拐点。而保险公司受益750曲线下移放缓少提准备金，利润有望回归两位数增长。在3.2%的假设下，2021年750曲线(10年期)下移幅度为14BP，低于2020年的21BP，理论上测算平安、国寿、太保、新华少提的准备金规模分别为63.8亿元、128.5亿元、39.1亿元、38.8亿元，拉动净利润增长幅度分别为4.5%、5.6%、15.9%、27.2%。

综合以上分析，当前保险股极低的PEV估值预计已经充分反应市场对于保险负债端的短期和长期的悲观态度，而展望下半年负债端降幅有望收窄、长期空间犹在，同时资产端受益财政发力，保险股极低的估值有望实现修复。建议关注：中国太保(601601.SH)/(02601.HK)、中国平安(601318.SH)/(02318.HK)、中国财险(02328.HK)、中国人寿(601628.SH)/(02628.HK)、友邦保险(01299.HK)。

六、风险提示

经济持续下滑叠加政策超调，长端利率下滑超预期。疫情导致宏观经济回暖不达预期，导致长期国债收益率下行，影响保险公司长期投资收益率。

全年新单销售不达预期，新业务价值降幅超出预期。下半年上市保险公司新单销售不达预期，健康险销售不理想，导致行业新业务价值维持低位。

广发非银金融行业研究小组

陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017 年 3 月进入广发证券研究发展中心。

陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

陈 韵 杨：资深分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

刘 淇：资深分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

陈 思 宇：研究助理，西安交通大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。