

强于大市

上市险企 6 月保费点评

6 月单月保费增速放缓，负债端改善趋势持续。

上市险企发布 2020 年 6 月保费收入数据。单月同比增速分别为新华保险(25.9%)>中国太平（9.6%）>中国平安（3.9%）>中国人寿（2.8%）>中国太保（-0.6%）；环比增速分别为中国人寿（80.2%）>新华保险（71.4%）>中国太保（59.6%）>中国太平（47.0%）>中国平安（-1.1%）。

- **6 月单月保费增速放缓，负债端改善趋势仍持续。**上市险企 6 月单月保费同比增速分别为新华保险(25.9%)>中国太平(9.6%)>中国平安(3.9%)>中国人寿（2.8%）>中国太保（-0.6%），单月保费同比增速较 4 月及 5 月有所放缓。中国人寿单月保费增速大幅放缓，自 21.0%（5 月）下降 18.2 个百分点至 2.8%（6 月），主要原因推测为一季度新单增速高于同业，上半年业务目标完成度高，因此在 6 月有意放慢规模保费增速。积极“备战”下半年的产品变革 。6 月保费环比增速分别为中国人寿（80.2%）>新华保险（71.4%）>中国太保（59.6%）>中国太平（47.0%）>中国平安（-1.1%）。中国人寿、中国平安、中国太保新华保险及中国太平 6 月保费收入分别为 582 亿元、380 亿元、219 亿元、179 亿元及 148 亿元。随着国内疫情有所控制，居民企业进入有序的复工复产阶段，各家积极开发及储备重疾定义及发生率调整后的新重疾产品，备战下半年重疾险产品改革。
- **寿险累计保费增速延续分化，新华保险长期优势明显。**2020 年上市险企 1-6 月累计保费收入同比增速分别为新华保险（30.9%）>中国人寿（13.2%）>中国太平（0.7%）>中国太保（-0.1%）>中国平安（-4.6%）。新华保险和中国人寿得益于一季度保费积累充分，上半年保费增速领跑同业。中国人寿“开门红”布局较早，在疫情期间快速调整销售策略以降低疫情的负面影响，从而实现了较高的保费增速。中国太保及中国平安主要受前期疫情影响，保费增速小幅改善。受疫情影响的新单低谷已过，随着疫情得到有效控制，经济逐步恢复，且代理人线下复工有序推进，预计下半年负债端改善。
- **保险行业基本面持续改善，受疫情影响上半年 NBV 增速普遍承压。**负债与资产双端改善，保险行业进入修复期。中国平安处于寿险改革期，单月降幅小幅扩大，预计 2021 年新单恢复健康增长。中国太保寿险累计保费增速乏力，预计新单及 NBV 增速承压。新华保险延续高增长态势，个险及银保渠道同发力缩小 NBV 降幅。中国人寿战略调整保费增速放缓，预计实现上半年 NBV 逆势正向增长。我们预测各上市险企上半年 NBV 同比增速分别为：中国人寿（10.0%）>新华保险（-8.5%）>平安寿险（-23.0%）>太保寿险（-25.0%），在疫情拖累下除中国人寿外，其他几家均为负增长，随着后期基本面的好转将有所改善。

风险提示：

- 保障型保险产品保费增速不及预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响；利率下行带来的险企投资不确定性；疫情持续的不确定性。利率下行带来的险企投资不确定性；股市表现持续低迷；代理人线下复工不及预期。

相关研究报告

《财险行业 1Q2020 点评》20200507
《保险行业 2020 年一季报前瞻》20200421
《上市险企一季度保费点评》20200419

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融：保险

证券分析师：兰晓飞
(8610)6622-9085
xiaofei.lan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511040003

一、寿险月度保费收入点评

6 月单月保费增速放缓，负债端改善趋势仍持续。上市险企 6 月单月保费同比增速分别为：新华保险(25.9%)>中国太平（9.6%）>中国平安（3.9%）>中国人寿（2.8%）>中国太保（-0.6%），单月保费同比增速较 4 月及 5 月有所放缓。中国人寿单月保费增速大幅放缓，自 21.0%（5 月）下降 18.2 个百分点至 2.8%（6 月），主要原因推测为一季度新单增速高于同业，上半年业务目标完成度高，因此在 6 月有意放慢规模保费增速。积极“备战”下半年的产品变革。6 月保费环比增速分别为中国人寿（80.2%）>新华保险（71.4%）>中国太保（59.6%）>中国太平（47.0%）>中国平安（-1.1%）。中国人寿、中国平安、中国太保新华保险及中国太平 6 月保费收入分别为 582 亿元、380 亿元、219 亿元、179 亿元及 148 亿元。随着国内疫情有所控制，居民企业进入有序的复工复产阶段，各家积极开发储备重疾定义及发生率调整后的新重疾产品，备战下半年重疾险产品改革。

寿险累计保费增速延续分化，新华保险长期优势明显。2020 年上市险企 1-6 月累计保费收入同比增速分别为新华保险（30.9%）>中国人寿（13.2%）>中国太平（0.7%）>中国太保（-0.1%）>中国平安（-4.6%）。新华保险和中国人寿得益于一季度保费积累充分，上半年保费增速领跑同业。中国人寿“开门红”布局较早，在疫情期间快速调整销售策略以降低疫情的负面影响，从而实现了较高的保费增速。中国太保及中国平安主要受前期疫情影响，保费增速小幅改善。受疫情影响的新单低谷已过，随着疫情得到有效控制，经济逐步恢复，且代理人线下复工有序推进，预计下半年负债端改善。

保险行业基本面持续改善，受疫情影响上半年 NBV 增速普遍承压。负债与资产双端改善，保险行业进入修复期。中国平安寿险改革期单月降幅小幅扩大，预计 2021 年新单恢复健康增长。中国太保寿险累计保费增速乏力，预计新单及 NBV 增速承压。新华保险延续高增长态势，个险及银保渠道同发力缩窄 NBV 降幅。中国人寿虽战略调整保费增速放缓，预计实现上半年 NBV 逆势正向增长。我们预测各上市险企上半年 NBV 同比增速分别为：中国人寿（10.0%）>新华保险（-8.5%）>平安寿险（-23.0%）>太保寿险（-25.0%），在疫情拖累下除中国人寿外，其他几家均为负增长，随着后期基本面的好转将有所改善。

中国平安寿险改革期单月降幅小幅扩大，预计 2021 年新单恢复健康增长。个险新单为 91 亿元（前值为 105 亿元），同比增速为-15.5%，较 5 月增速-3.5%降幅有所扩大。单月环比增速为-13.9%。累计新单保费仍有（1-6 月累计同比增速）-15.1%的降幅，较上月小幅扩大。中国平安 6 月主打高性价比产品“守护百分百”，对于稳定队伍、扩大客群具有积极影响。**预计中报 NBV 增速为-23%**。中国平安上半年自身处于寿险改革时期，新单增速受到抑制，但逐月边际改善，预计下半年代理人增速及质态双项提升，新单边际改善可期。

中国太保寿险累计保费增速乏力，预计新单及 NBV 增速承压。2020 年累计保费从 1 月起的同比增速就略显乏力，同比增速小幅波动（1-6 月单月保费同比增速分别为：0.6%、-0.1%、-1.1%、0.0%、0.0%及-0.1%）。2020 年上半年个险新单为 191 亿元，同比增速-28%。**预计中报 NBV 增速为-25%，**新单与 NBV 增速承压，寿险转型尚需持续发力。。

新华保险延续高增长态势，个险及银保渠道同发力缩小 NBV 降幅。公司实行规模与价值平衡的新战略，率先推进开门红，受疫情影响较小，保费增速持续领先。6 月当月寿险保费同比增速 26%，增幅远超去年同期（13.0%），与上月基本持平（32.1%），继续维持了高增长态势。2020 上半年累计保费同比增速 30.9%，领先中国人寿（1-6 月累计保费同比增速 13.2%）17.7 个百分点。新华自今年以来，在个险渠道、银保渠道均有较好表现。个险方面主打健康险产品，主推健康无忧宜家版，NBVM 较高。银保渠道主推高件均年金险和终身寿产品“惠添益”及“惠添利”。预计上半年银保趸交延续高增长，个险发力新单正增长，**预计中报 NBV 降幅缩窄至为-8.5%。**

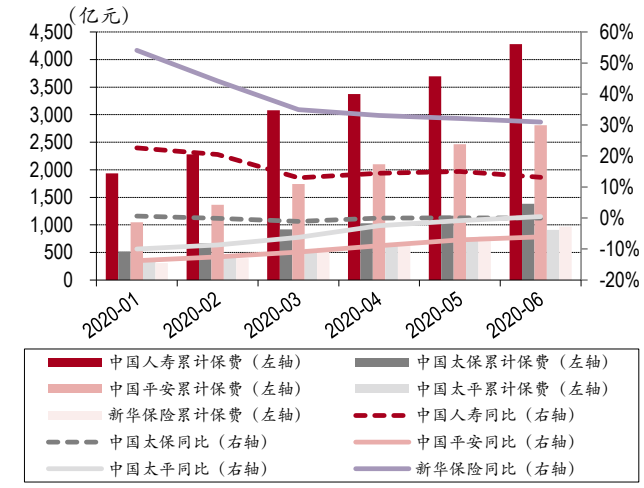
中国人寿战略调整保费增速放缓，预计实现 2020 上半年 NBV 正向增长。中国人寿 1-6 月保费收入累计同比增速达 13.2%，高基数下仍取得较高增长。6 月实现当月保费 582 亿元，同比增速 3%，持续自 1 月以来的增长态势,但增速有所放缓,主要系其自年初起快速应对疫情已经实现了很好的保费增长，半年业务目标完成度高，因此在 6 月主动调整战略，加大清虚力度，通过严格考核要求，开启了队伍“由量到质”的转型。6 月国寿产品仍以国寿福健康险为主，康宁系列和产品升级为助力，代理人保持高增，盘活存量客户。一季度 NBV 以 8.3%增速领先同业，Q2 预计延续 NBV 领跑，**预计中报 NBV 增速为 10%**。

图表 1. 上市险企 6 月保费数据

公司名称	6 月保费	单月环比 (%)	单月同比 (%)	1-6 月保费	累计同比(%)
中国人寿	582	80.2	2.8	4,280	13.2
中国太保	219	59.6	(0.6)	1,383	(0.1)
中国平安-人寿	344	(5.0)	1.3	2,807	(6.1)
中国平安-健康	8	12.6	53.6	49	60.6
中国平安-养老	28	87.3	33.2	156	12.6
中国平安-个险新单	91	(13.9)	(15.5)	719	(15.1)
中国平安-寿险合计	380	(1.1)	3.9	3,011	(4.6)
中国太平-人寿	142	46.4	8.0	910	0.4
中国太平-养老	6	63.3	77.2	30	9.8
中国太平-寿险合计	148	47.0	9.6	939	0.7
新华保险	179	71.4	25.9	969	30.9

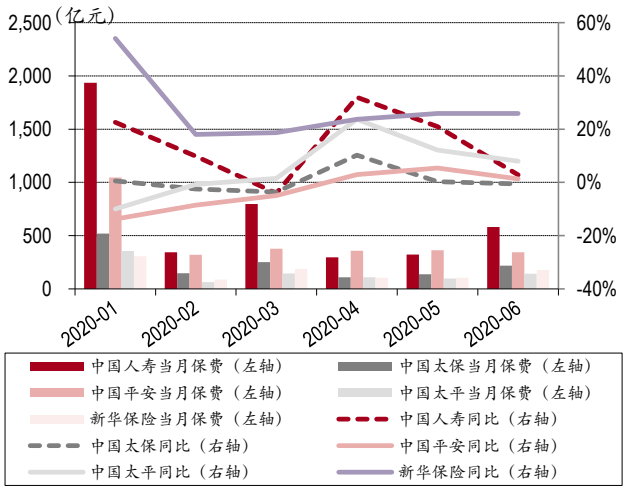
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 寿险当年累计保费收入及同比增速



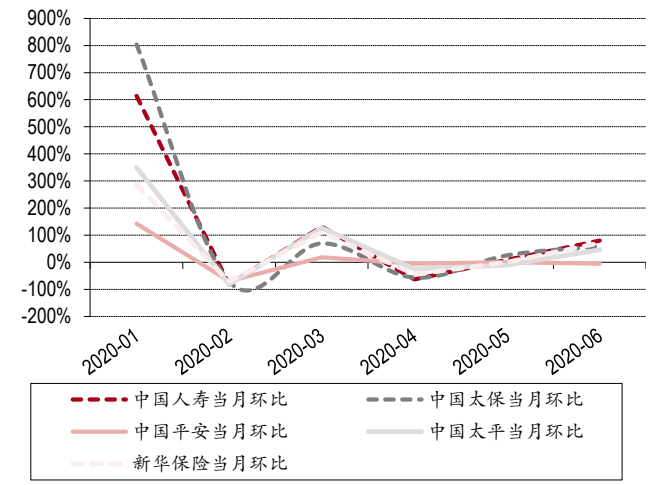
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 寿险当月保费收入及同比增速



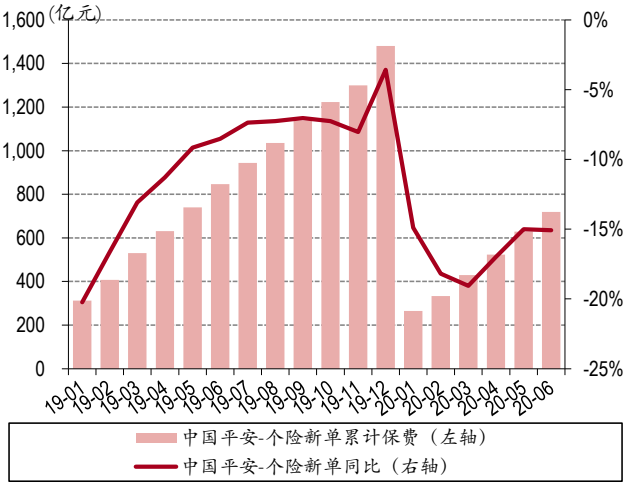
资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 寿险当月保费环比增速



资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 中国平安个险新单当年保费收入及同比增速



资料来源：公司公告，中银证券

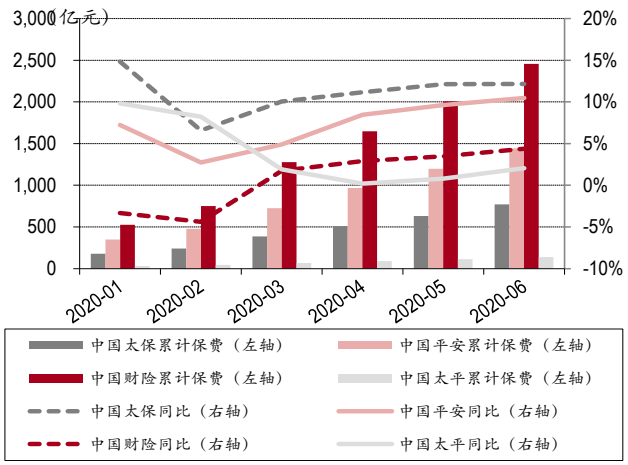
二、财险月度保费点评

中国财险、平安产险、太保产险及太平产险 6 月财险保费收入分别为 450 亿元、245 亿元、139 亿元及 27 亿元。单月同比增速分别为中国平安（14.8%）>中国太保（12.2%）>中国财险（8.7%）>中国太平（7.7%）。单月环比增速分别为中国财险（25.3%）>中国太保（13.2%）>中国太平（11.0%）>中国平安（5.8%），相较于 5 月的环比增速均大幅增长，已恢复至正常增长水平。

2020 年 1-6 月，主要上市险企财险累计保费维持快速增长。中国财险、中国平安、中国太保及中国太平 2020 年 1-6 月累计财险保费收入分别为 2,456 亿元、1,441 亿元、769 亿元及 139 亿元。累计同比增速分别为中国太保（12.1%）>中国平安（10.5%）>中国财险（4.4%）>中国太平（2.0%）。

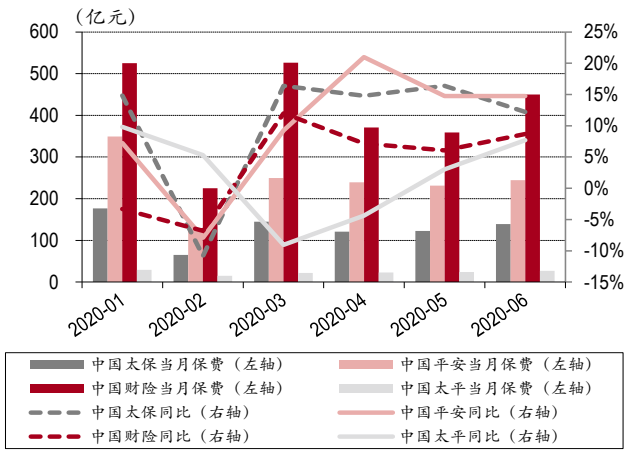
车险保费回归正常增速，非车险延续高增长趋势，疫情对产险负面影响出清。整体上看，**上半年非车险是产险保费增长的主要推动力。**分险种来看，一季度车险保费收入增速主要受到疫情影响，新车销售放缓，车险业绩承压。二季度开始随着**新车销量回暖**，据乘联会数据，6 月我国乘用车市场零售销量为 165.4 万辆，环比增长 2.9%，已实现连续四个月正增长，**车险保费逐渐恢复至相对正常的增速。**但考虑到年内监管将加速推出商业车险综合改革，对车均保费产生负面影响，车险业务保费规模和承保盈利短期将面临双重压力。非车险部分，从 2020 年 6 月保险行业财险险种占比中可以看到，农险及责任险、意外险等非车险领域逐步占据主导，且在疫情蔓延下政策性险种韧性较强，受到影响较小。未来随着监管对于非车险领域政策的推动，受益于经济基本面改善，**非车险延迟需求将进一步释放，有望持续保持强增长动能。**产险受疫情负面影响逐渐消减，预计下半年实现稳步增长。

图表 6. 财险当年累计保费收入及同比增速



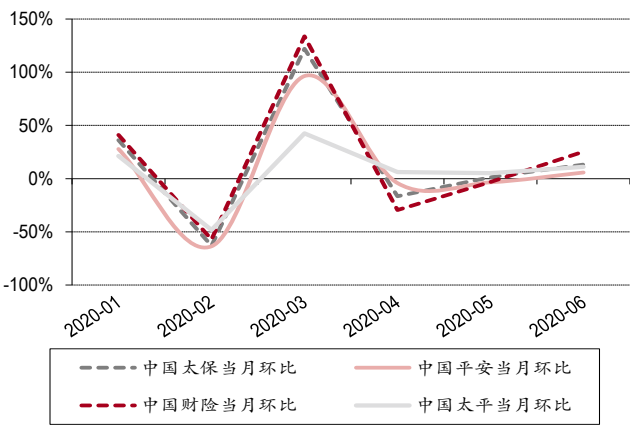
资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 财险当月保费及同比增速



资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 财险当月保费及环比增速



资料来源：公司公告，中银证券

三、月度政策点评

中国银保监会发布关于《关于实施车险综合改革的指导意见（征求意见稿）》，在交强险限额提升、附加费率下调等方面，可以看出监管整治车险市场的力度及决心。在一定程度上，由于费用端严控（附加费用下调 10 个百分点）以及车险责任扩大及强调交强险地位等，会加大财险公司赔付压力及降低承保盈利。财险行业龙头企业由于费用严控，以及成本端优势有望进一步提高财险龙头集中度，中小财险公司的出路依然在差异化创新产品。**（详情请见中银非银专题报告：《车险综合改革征求意见稿点评》20200713）**

中国银保监会发布关于《关于实施车险综合改革的指导意见（征求意见稿）》，向社会公开征求意见。其中主要包括：

1）商业车险扩展责任范围，提升交强险责任限额至 20 万元，浮动下限自-30%调整至-50%；

2）车险费改，下调商业车险附加费用率，由 35%下调至 25%；适度完全放开自主定价系数范围；

3）鼓励车险差异化经营，完善车险供给侧改革。

图表 9：征求意见稿中增加 7 方面的保险责任

序号	保险责任	序号	保险责任
1	机动车全车盗险	5	不计免赔率
2	玻璃单独破碎	6	指定修理厂
3	自燃	7	无法找到第三方特约
4	发动机涉水		

资料来源：银保监会，中银证券

四、投资建议

2020 年一季度受疫情影响销售展业及市场波动国债收益率下行影响，叠加多家保险公司处于寿险转型阶段，综合影响下上市险企 PEV **估值短期承压**。但目前经济复苏的确定性增强，保险**资产端预期显著改善**，十年期国债收益率从低点回升至 3%，缓解了固收资产的配置压力，叠加二级市场风险偏好提升，权益市场表现反弹，对资产端产生一定正面作用。上市险企自今年以来加重权益投资布局，**投资收益扭转一季度颓势实现增长**，拉大利差收益，增厚利润水平。同时随着疫情的负面影响逐渐淡去，上市险企线下展业恢复正常，叠加监管在保险产品端（重疾定义及重疾发生率表修订）以及渠道端（保险代理人征求意见稿）的政策刺激利好，**下半年负债端边际改善可期**，对于保险估值的压制有所缓解。**个股推荐：中国人寿、新华保险及中国平安。**

图表 10. 上市险企估值表

代码	公司	股价		2018	2019	2020E	2021E	2022E	评级
601628.SH	中国人寿	38	EVPS	28.13	33.33	38.27	44.52	51.93	增持
			P/EV	1.35	1.14	0.99	0.85	0.73	
			NBVPS	1.75	2.08	2.18	2.39	2.68	
			NBVX	21.68	18.28	17.44	15.85	14.18	
601318.SH	中国平安	82.8	EVPS	54.84	65.67	78.96	95.16	113.65	买入
			P/EV	1.51	1.26	1.05	0.87	0.73	
			NBVPS	3.95	4.15	4.29	4.76	5.36	
			NBVX	20.94	19.93	19.28	17.41	15.44	
601601.SH	中国太保	31.68	EVPS	34.94	41.16	47.37	54.44	62.44	增持
			P/EV	0.91	0.77	0.67	0.58	0.51	
			NBVPS	2.82	2.56	2.66	2.96	3.37	
			NBVX	11.24	12.39	11.90	10.70	9.41	
601336.SH	新华保险	57.81	EVPS	55.51	65.73	72.94	82.95	95.45	增持
			P/EV	1.04	0.88	0.79	0.70	0.61	
			NBVPS	3.91	3.13	3.23	3.67	4.14	
			NBVX	14.77	18.44	17.90	15.74	13.97	
行业平均 PEV				**1.20**	**1.01**	**0.88**	**0.75**	**0.64**	

资料来源：万得，中银证券

**以 2020 年 7 月 20 日收市价为标准*

五、风险提示

保障型保险产品保费增速不及预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响；利率下行带来的险企投资不确定性；疫情持续的不确定性。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371