

静待天窗一点明

—2021 年保险行业中期策略报告

推荐 (维持)

2021 年 6 月 9 日

重点公司

重点公司	股票代码	评级
中国平安	601318	审慎增持
中国太保	601601	审慎增持

相关报告

《疑复无路处，花明又一朝——2021 年保险行业年度策略报告》2020-11-9

分析师:

傅慧芳

fuhf@xyzq.com.cn

S0190513080006

王尘

wangchenyjy@xyzq.com.cn

S0190520060001

投资要点

● **寿险：短期不必过度悲观，静待负债端改善，中长期养老将是重要增量**

1. 负债端不及预期是短期内保险板块的核心矛盾，下半年有望好转，险企多元化的渠道发展对于负债端亦有正面作用。今年 2 月新旧重疾产品切换后，由于需求提前释放、居民可支配收入还未完全恢复等原因，重疾销量较弱不及预期，这也是短期内保险板块的核心矛盾。我们预计在代理人逐渐积累客户和适应新产品销售+经济的好转对居民消费能力的提升，下半年重疾险的销量有望改善，同时储蓄型产品有望弥补重疾销量的不足。上市险企多元化的渠道发展也为寿险负债端的增长提供新动力，其中代理人渠道以提质为主，有望形成良性循环；银行渠道加大发展力度，期交产品的增长是关键，预计能够在保证一定价值的前提下贡献增量；互联网渠道继续加速发展，上市险企线上+线下的布局也在逐渐推进。

2. 养老产业链为更长期的增长点，也是险企布局中高端市场的重要切入点。我国处于人口老龄化加剧的环境，2020 年 65 岁以上人口占比达到 13.5%，养老相关需求大。国家政策对于保险发展养老产业链处于支持态度，近年来已下发多个相对文件，例如今年 6 月后专属商业养老保险将开始试点。目前大多龙头险企均已布局商业养老产业链，“养老年金+养老地产+长期护理”产业链雏形初现，养老产业链仍处于蓝海，空间巨大，同时也是险企布局财富管理，对接中高端客户并提供差异化服务的重要切入点。

● **产险：车险综合改革负面影响符合预期，非车险保持高增长**

1. 车险保费下半年在综合改革背景下仍会承压，但龙头险企车险成本率有望好于预期。车险综合改革在去年 9 月正式实施，Q1 行业车险保费同比-6.2%，新车销量的同比的大幅增长在一定程度上对冲了车险综合改革的负面影响，整体情况基于符合预期。龙头公司拥有数据优势，定价能力更强，车险业务预计能保持在承保盈利的水平，有望好于预期，并且行业集中度也有望进一步提升。

2. 非车险继续保持高增长。今年 1-4 月非车险的保费规模已接近车险，目前责任险和农险等非车险是增长的主要推动力，我国责任险的占比远低于全球平均水平，农险则在政策支持下将继续保持高增长，预计非车险整体能够保持 15%以上的增速。

● **投资端：利率环境仍在合适区间，关注主动投资能力**

长端利率从去年十月至今大多数时间在 3%-3.4%之间，预计下半年长端利率也将处于震荡的趋势，对于龙头险企的固收类资产配置仍处于相对舒服的区间，但由于政策原因，今年十年期以上地方债发行规模大幅下降，加大了险企拉长资产久期的难度。监管的趋势在于给予险企投资端更高的自由度，对投资收益有正面作用，但对主动投资能力亦有更高的要求。

投资建议：负债端上，3 月后数据较弱，但不必过度担忧，我们看好全年储蓄型产品的销量，同时经济改善结合代理人逐渐适应新产品的销售后，重疾险销量也有望回升。目前上市险企对应 2021 年 0.59-0.87 倍 PEV，远低于中枢，对于不利因素反应的已较为充分。个股上，我们推荐长期竞争优势较强且寿险改革成效有望逐渐显现的中国平安、以及估值相对较低且战略转型持续推进的中国太保。

风险提示：1) 资本市场波动；2) 利率下行；3) 保费收入不达预期；4) 保险行业政策变动风险

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

1、2021 上半年保险行业回顾	4 -
1.1、市场回顾：负债端承压导致保险板块跑输大盘	4 -
1.2、经营状况回顾：一季度投资端带动利润增长，价值仍有压力	5 -
2、2021 下半年和长期保险行业展望	11 -
2.1、寿险：短期静待负债端改善，中长期养老将是重要增量	11 -
2.2、产险：车险综合改革负面影响符合预期，非车险保持高增长	19 -
2.3、投资端：利率环境仍在合适区间，关注主动投资能力	23 -
3、投资建议：板块估值远低于中枢且充分反应不利因素，静态负债端改善	26 -
4、风险提示	28 -
图 1、今年至今保险指数和沪深 300 指数累计涨幅	5 -
图 2、今年至今各家上市险企累计涨幅	5 -
图 3、上市险企营业收入合计及同比增速（亿元，%）	6 -
图 4、各家上市险企营业收入（亿元）	6 -
图 5、上市险企归母净利润合计及同比增速（亿元，%）	6 -
图 6、各家上市险企归母净利润（亿元）	6 -
图 7、上市险企总资产合计及增速（亿元，%）	7 -
图 8、上市险企净资产合计及增速（亿元，%）	7 -
图 9、各家上市险企新单保费（亿元）	9 -
图 10、各家上市险企寿险总保费（亿元）	9 -
图 11、上市险企车险及非车险保费收入（亿元）	10 -
图 12、各家上市险企产险保费（亿元）	10 -
图 13、健康险业务保费及同比增速（亿元，%）	11 -
图 14、健康险原保费占人身险比例不断提升（%）	11 -
图 15、全行业单月寿险总保费（亿元）	13 -
图 16、中国平安单月寿险个人业务新单保费（亿元）	13 -
图 17、2018 年后上市险企代理人增长放缓（万人）	14 -
图 18、2020 年银保渠道贡献了较大的增量（亿元）	14 -
图 19、中国 65 岁以上人口数量和占比（亿人，%）	17 -
图 20、中国老年人口抚养比攀升（%）	17 -
图 21、产险公司原保费收入及同比增速（亿元，%）	20 -
图 22、2021 年 1-4 月产险各险种保费增速（%）	20 -
图 23、新车销量及同比增速（万辆，%）	21 -
图 24、新车销量由于基数原因在 2 月和 3 月高增（%）	21 -
图 25、中国 10 年期国债收益率（%）	24 -
图 26、今年十年期以上政府债发行规模下降（亿元）	24 -
图 27、上市险企 PEV 估值	26 -
表 1、上市险企部分新重疾产品对比	12 -
表 2、沪惠保和好医保长期医疗对比	15 -
表 3、我国养老金、养老社区、长期护理保险政策梳理	17 -
表 4、我国龙头险企目前养老社区布局	19 -
表 5、关于商车费改及车险综合改革的相关文件	20 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 2 -

表 6、关于农险的重要文件	- 22 -
表 7、上市保险公司估值表	- 27 -

报告正文

1、2021 上半年保险行业回顾

1.1、市场回顾：负债端承压导致保险板块跑输大盘

2021 年至今，由于 3 月后寿险负债端不及预期，基本面有所承压，保险指数跑输大盘。截止到 2021 年 6 月 8 日，保险指数下跌 17.4%，跑输沪深 300 指数 17.8 个百分点。具体来看，保险板块跑输大盘的时间主要在 1 月，以及 3 月中下旬之后。1 月初由于延续了去年 12 月的趋势，流动性较好，市场资金对于投资回报率要求较高，导致资金不太偏向流入低估值的保险板块，1 月中下旬由于华夏幸福债券违约等问题，保险板块继续跑输大盘，截止至 1 月末保险指数下跌 9.4%，跑输沪深 300 指数 12.1 个百分点；2 月春节后至 3 月中旬，市场预期 Q1 险企业绩能够有较好的表现，同时市场也有短期内长端利率向上的预期，并且机构抱团票下跌，市场对于权益市场有所担忧，低估值并且有一定长逻辑的保险板块成为较好的选择，这一区间内保险指数开始连续跑出超额收益，截止至 3 月 15 日，保险指数下跌-2.5%，跑赢了沪深 300 指数 0.9 个百分点；3 月中旬后，保险行业寿险负债端表现普遍不及预期，主要原因是新旧重疾切换的背景下，1 月重疾险需求提前消耗，虽然市场认为后面两到三个月需求会有所下降，但最终新单的数据比市场预期的更低，并且也低于了保险公司的预期，市场对于险企负债端的担忧加大，之后保险板块股价回落较多。

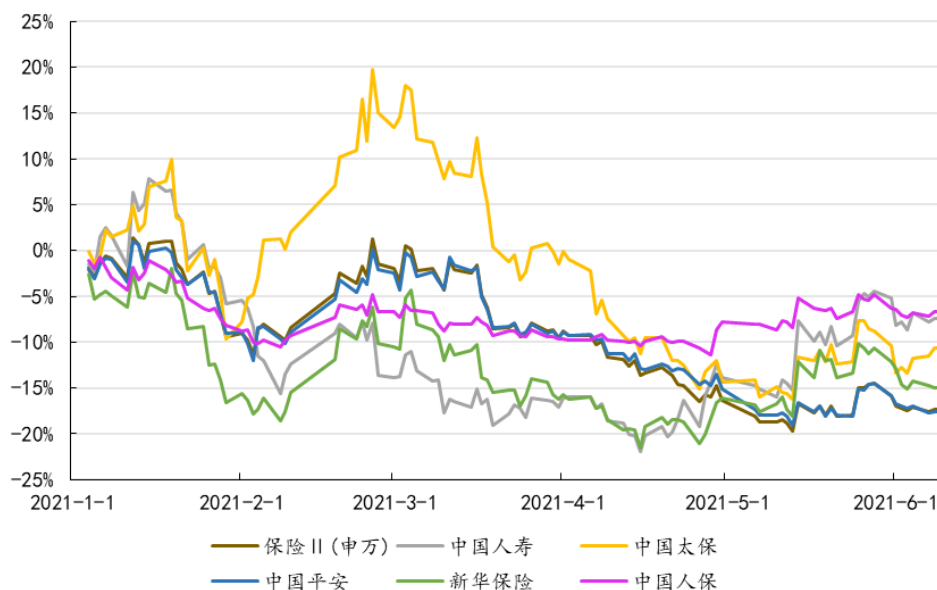
个股上看，年初至今中国人保的涨幅高于同业，主要原因是人保以产险业务为主，受行业重疾险销量不及预期的影响较小。截止到 2021 年 6 月 8 日，上市险企中，中国人保股价表现相对较好（-6.7%），其超额收益（相对于保险指数）主要发生在 3 月中旬后。具体来看，春节前各家上市险企股价表现差别并不明显，均有不同幅度的下跌，新华保险和中国人寿的回调幅度略大于其他险企；2 月，抱团股回调下，低估值并且有一定长逻辑的保险板块成为较好的选择，上市险企股价均有所上涨，当时估值低并且基本面有望改善的中国太保（发布了“长航计划”，并且蔡强要加入公司负债寿险业务）跑出了明显的超额收益，到 3 月初太保的年累计涨幅以及接近 20%，另外 2 月中国平安表现也相对较好；3 月中旬后，重疾险销量不及预期，除了以产险业务为主的中国人保外，其他几家上市险企股价均出现较大的下跌，中国太保由于 2 月上涨较多回调也相对更大，4 月下旬后年内跌幅较多的中国人寿和新华保险表现要好于其他保险股。

图 1、今年至今保险指数和沪深 300 指数累计涨幅



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、今年至今各家上市险企累计涨幅



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、经营状况回顾：一季度投资端带动利润增长，价值仍有压力

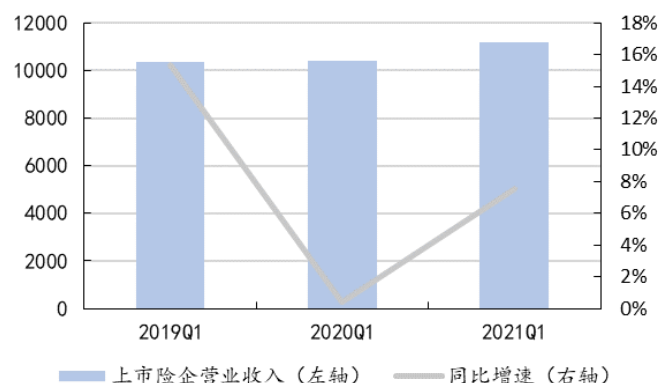
上市险企 2021 年一季度营业收入稳健增长，投资端带动净利润实现高增长。上市险企 2021 年一季度共实现营业收入 3,735 亿元，同比+7.6%；归母净利润 807 亿元，同比+27.6%，净利润高增长主要是投资端带动，险企的投资收益整体上要大幅好于去年同期（同比增速大多在 30%以上），预计险企在 Q1 权益市场的高点兑现了部分浮盈。个股上，国寿、太保、平安、新华和人保 2021 年一季度归母净

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 5 -

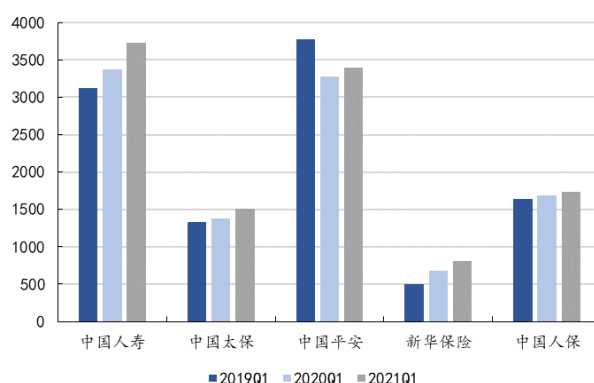
利润分别为 286 亿元 (+67.3%)、85 亿元 (+1.9%)、272 亿元 (+4.5%)、63 亿元 (+36%) 和 100 亿元 (+42.1%)，国寿的利润增速要远高于同业，主要原因是投资端贡献（总投资收益 651 亿元，同比+43.3%）；平安利润增速较低，部分原因是公司对华夏幸福相关投资资产进行减值计提及估值调整 182 亿元，减少税后归母净利润 100 亿元。

图 3、上市险企营业收入合计及同比增速（亿元，%）



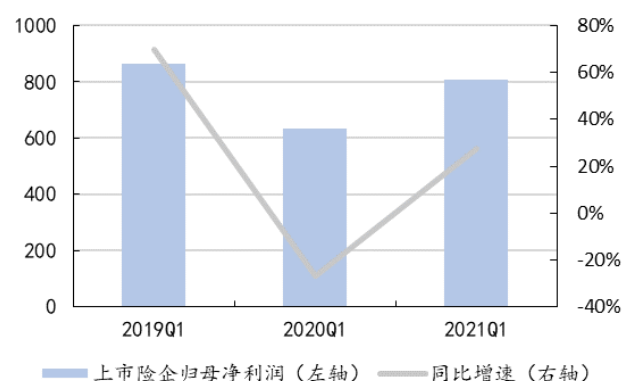
资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、各家上市险企营业收入（亿元）



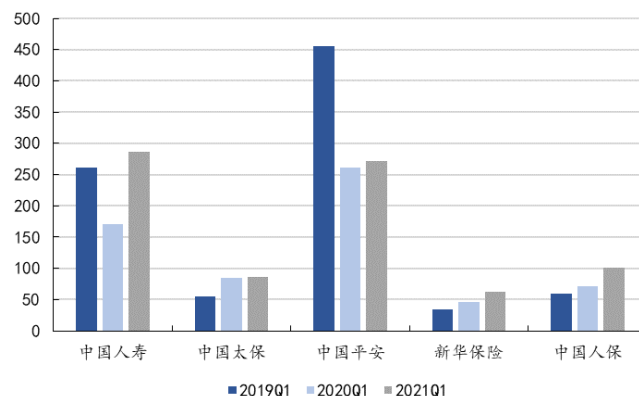
资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、上市险企归母净利润合计及同比增速（亿元，%）



资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、各家上市险企归母净利润（亿元）



资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

上市险企的总资产和净资产基本保持稳健增长。截止至 2021 年一季度末，上市险企的总资产合计为 183,827 亿元，较去年末增长+3.2%，其中中国人保的总资产较去年末增长 6.7%，增速高于同业；上市险企的净资产合计为 17,729 亿元，较去年末增长 2.8%，其中中国人寿净资产较去年末增长 3.9%，增速高于同业。

图 7、上市险企总资产合计及增速（亿元，%）

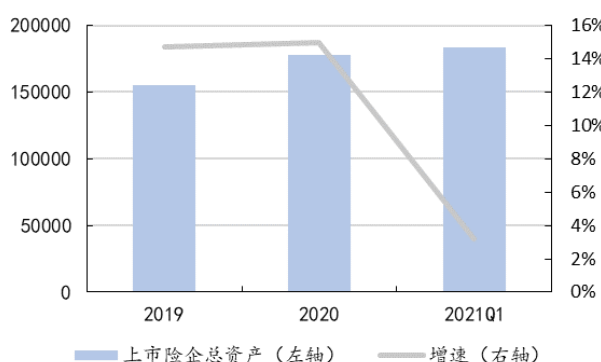
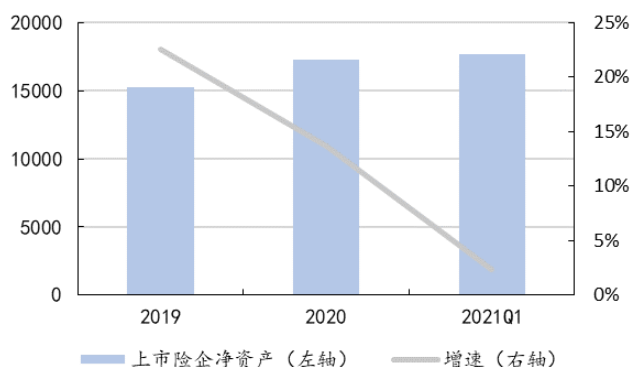


图 8、上市险企净资产合计及增速（亿元，%）



资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

上市险企 2021 年一季度寿险新单回暖，但也延续了分化较大的趋势，太保新单增速好于同业。2021 年一季度上市险企共实现寿险新单保费 2,318 亿元，同比 +3.9%，虽然疫情的负面影响还在持续，但由于大多险企都在 21 年开门红有所发力，开门红储蓄型产品的销量普遍达到了各家险企自身的预期，因此带动了 Q1 新单整体表现良好。其中，国寿、太保（代理人渠道）、平安（个人业务）、新华和人保（含人保健康）的寿险新单保费增速分别为 -6.4%、+35.9%、+19.1%、+22.0% 和 -3.9%，各家险企新单增速的分化主要在于基数原因和战略转型进度不同，具体如下：

- **国寿：**公司 2021 年 Q1 公司新单保费收入（含短期险）1024 亿元，同比 -6.4%（其中长险期交保费同比 -10.2%），新业务价值同比 -13.2%，出现负增长主要原因是基数较高，公司前两年在重振国寿的战略下，新单和新业务价值增速高于同业，尤其是 Q1 开门红的基数较高。
- **太保：**公司 2021 年 Q1 实现寿险代理人渠道新单保费 163 亿元，同比 +35.9%，新单高增长主要的原因包括：（1）去年同期疫情导致的公司 Q1 新单基数较低；（2）公司去年 10 月提早布局开门红，开门红产品“鑫享事诚”销量好并顺利达成目标。由于产品结构的变化，预计公司新业务价值增速要低于新单增速较多。公司去年末发布了新基本法，今年 1 月发布了“长航计划”，重点关注其战略推进和成效。
- **平安：**公司 2021Q1 个人业务新单保费为 512 亿元，同比 +19.1%；新业务价值为 189.8 亿元，同比 +15.4%，低基数结合公司将更多的精力放入开门红，新业务价值实现较高的增长，预计增速高于同业；价值率 31.4%，同比下降 2.1 个百分点。公司寿险改革仍在推进，“产品+服务”体系在持续完善，我们看好其寿险负债端能够继续保持优势。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 7 -

- **新华：**公司 2021Q1 寿险新单保费（含短险，不包括团险渠道）252 亿元，同比+22.0%，其中长险首年期交保费同比+29.2%，但由于产品结构的原因，预计新业务价值增速要低于新单增速，另外退保率略有上升。与同业相比，公司开始开门红的时间相对较晚（12 月启动），但储蓄型产品仍获得了较好的销量，另外公司从 19 年四季度开始重新大力发展的银保渠道也贡献了较多的增量，其中银保期交在一季度增速达到 78%。
- **人保：**公司 2021Q1 寿险及健康险新单（含短险）保费 362 亿元，同比-3.9%，其中人保寿险新单保费 226 亿元，同比-16.7%，人保健康新单保费 136 亿元，同比+29.0%。人保寿险的高质量转型继续推进，Q1 趸交业务压缩至 100 亿以内，同比-38.1%，价值更高的长险首年期交保费同比+7.3%；人保健康保持高速增长，预计好医保等互联网产品继续贡献了较高的增速。

由于新旧重疾定义切换的需求提前释放，2 月和 3 月保障型产品销量低于预期，在一定程度上也影响了险企 Q1 的价值增长。1 月末是新旧重疾的切换截止日，保险公司的宣传力度大，并且旧产品对于客户而言确实性价比更高，因此 1 月重疾险销售火爆，需求提前释放。2 月和 3 月，险企的重疾等保障型产品销量较弱，低于保险公司自身以及市场的预期，这也在一定程度上影响了险企 Q1 的价值，我们认为除了需求提前释放这一主要原因外，疫情下居民可支配收入还未完全改善、代理人对于新产品还未完全适应以及线上冲击的影响等，均是导致保障型产品销量不及预期的原因。

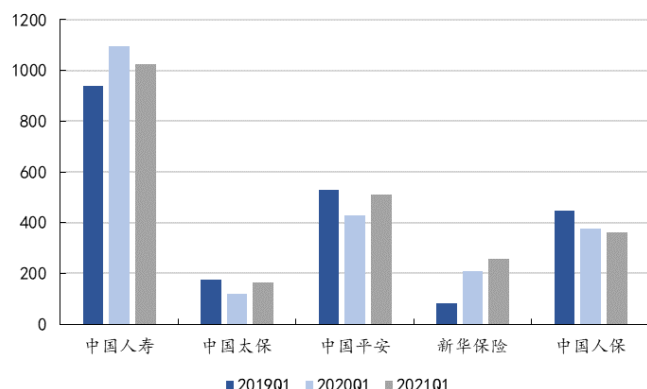
寿险总保费增速保持增长，增速略低于行业平均。我们以原保费收入为口径，2021Q1 上市险企寿险总保费收入合计 7,282 亿元，同比+2.7%，低于全行业寿险平均增速（+8.3%），国寿、太保、平安、新华和人保的寿险总保费增速分别为+5.2%、+3.9%、-4.1%、+8.8%和+2.6%，其中中国寿虽然寿险新单负债负增长，但在续期保费带动下总保费仍保持稳健增长，平安寿险总保费出现负增长主要是由于部分产品缴费期结束影响续期保费。

代理人规模普遍有所下降，提质是未来主要发展思路。从部分披露代理人数据的公司看，国寿一季度末代理人规模 128.2 万人，较去年末下降 7%；平安一季度末代理人规模 98.6 万人，较去年末下降 3.7%；其他几家上市险企代理人规模据了解也有不同程度的下降。我们估计代理人规模下降大多原因一方面是公司主动清虚（尤其是去年增员比较多的公司），另一方面可能是由于部分代理人在 2 月和 3 月保障型产品销售较难加大的情况下有所脱落。目前各家险企均提出了提质的发展方向，代理人新基本法去年也先后落地，并通过更优化的制度激励和科技赋能

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

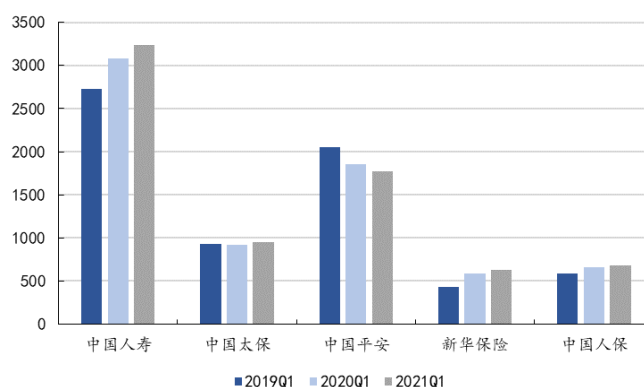
等方式提升产能，未来重点关注提质的成效。

图 9、各家上市险企新单保费（亿元）



资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、各家上市险企寿险总保费（亿元）

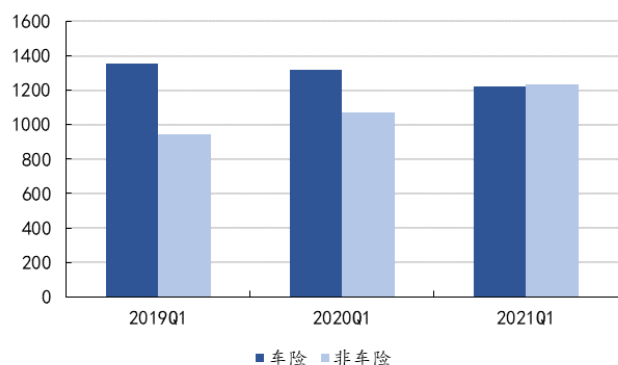


资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

上市险企 2021 年一季度车险保费受综合改革影响有所下滑，下滑幅度基本在预期内，非车整体保持高增长，信保业务继续压缩。2021Q1 上市险企产险保费收入总和为 2,455 亿元，同比+2.6%，由于信保业务压缩和车险综合改革的实施，产险增速相对较低。人保、太保和平安 2021Q1 产险保费收入同比增速分别为+6.2%、+12.0%和-8.8%，其中太保的产险保费增速相对较高。险种结构上，上市险企一季度车险保费 1,220 亿元，同比-7.5%，出现负增长的主要原因是车险综合改革影响的负面影响，但新车销量 Q1 低基数下的大幅增长在一定程度上缓解了压力，因此负增长幅度相对不大；非车险保费 1235 亿元，同比+15%，规模上已经超过了车险，从部分公司和行业的详细数据来看，农险、意健险和责任险都实现了较高的增速，延续了近年两年的趋势。保证保险业务的规模继续压缩，人保一季度的信用保证保险业务规模持续压缩至不到 5 亿，同比-80.4%。

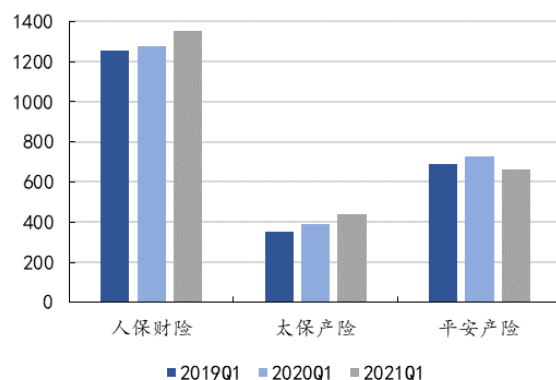
上市险企产险业务综合成本率整体有所下降，并且综合成本结构有所改善。2021 年一季度，人保财险的综合成本率为 95.7%，同比下降 1.4pcts，其中费用率 25.4%（同比下降 5.4pcts），赔付率 70.3%（同比上升 4pcts）；平安产险的综合成本率为 95.2%，同比下降了 1.3 个 pcts。上市险企综合成本率下降的主要原因是融资类信保业务的风险逐渐出清（去年同期该业务综合成本率高），但需要注意的是，由于已赚保费机制等原因，车险综合改革对于综合成本率的影响在一季度并未完全反应。同时，从综合成本结构来看，在车险综合改革的影响下，人保的费用率压缩，赔付率提升，预计其他几家险企情况也类似，整体上综合成本结构有所改善，也符合监管的思路。

图 11、上市险企车险及非车险保费收入（亿元）



资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、各家上市险企产险保费（亿元）



资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

2、2021 下半年和长期保险行业展望

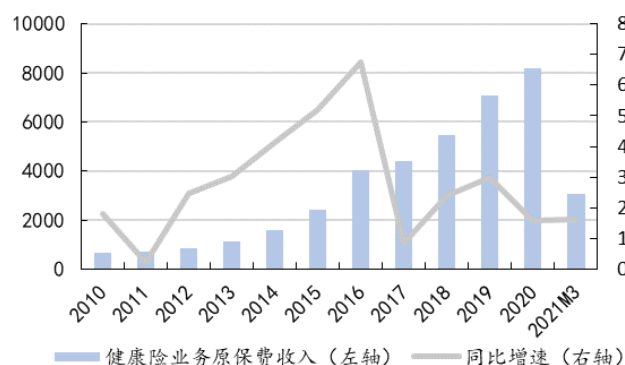
2.1、寿险：短期静待负债端改善，中长期养老将是重要增量

去年受疫情影响，保险行业寿险负债端整体有所承压，今年由于新旧重疾需求提前释放等原因，3 月至今重疾险销量不及预期，拖累了新单保费增速。我们认为随着代理人逐渐积累客户和适应新产品销售+经济的好转对居民消费能力的提升，下半年重疾险的销量有望改善，同时蓄型产品的需求还较为旺盛，能够在一定程度上弥补重疾险销量的不足。保险公司多元化的渠道发展对于负债端改善亦有正面作用。中长期来看，养老产业链将会是重要的增量，重点关注政策支持力度。

- 新旧重疾产品切换后，各家险企新重疾产品陆续推出，但销量较弱不及预期，导致负债端承压，这也是短期内保险板块的核心矛盾

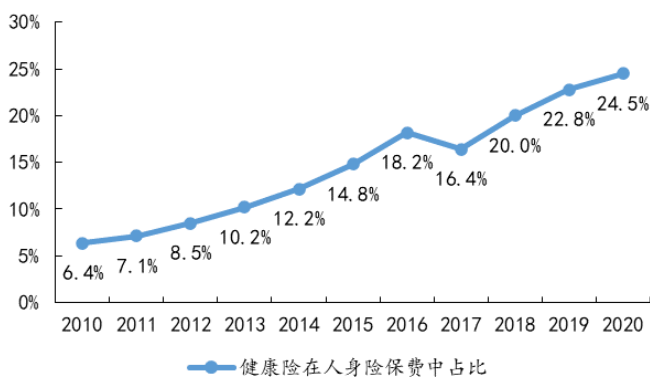
健康险近年来的保费增速基本在 20% 以上，在人身险保费收入中的占比也逐渐增加至 20% 以上，重疾险作为健康险的重要组成部分，是各家寿险公司新单保费增长的重要推动力，也是各家寿险公司的主要竞争区域。

图 13、健康险业务保费及同比增速（亿元，%）



资料来源：银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、健康险原保费占人身险比例不断提升（%）



资料来源：银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

保险行业协会在 2020 年 11 月正式发布了《重大疾病保险的疾病定义使用规范（2020 年修订版）》，新版定义主要新增 3 种重疾，并建立重疾分级体系，将部分过去属于重症但目前诊疗费用较低、预后良好的疾病明确为轻症，对应新增 3 种轻症。同时，银保监会发布了《关于使用重大疾病保险的疾病定义有关事项的通知》，根据通知内容，自 2021 年 2 月 1 日起保险公司不得在销售旧定义下的重疾险产品。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 11 -

这一背景下，2021 年 1 月保险公司和代理人加大了重疾险的宣传力度，并且旧产品对于客户而言确实性价比更高，1 月重疾险销量极其火爆，尤其是以信泰人寿的达尔文 3 号为代表的中小保险公司的高性价比爆款产品，从数据上看，信泰人寿 1 月保费收入 151.6 亿元，同比+69.2%。

2 月后，保险公司陆续推出了新重疾产品，国寿和平安等龙头险企也更新了各自的主力重疾产品，推出了升级版的国寿福、平安福等产品。和老重疾产品相比，龙头险企的新重疾产品主要进一步扩大了重疾责任，并增加了中症等责任，同一系列的新重疾产品价格相比于老产品略有下降（但根据新重疾定义，部分高发疾病被定义为了轻症，保额也少了）。

由于需求在 1 月提前释放，并且代理人需要更多时间积累客户以及适应新产品的销售，重疾险销量相对较弱，也拖累了上市险企新单数据，各家险企 3 月和 4 月在新单基数不高的情况下，新单普遍出现了不同程度的负增长，导致了保险板块跑输大盘。我们在对保险板块近 11 年的复盘中提到过，影响保险股超额收益的核心因素包括二级市场行情、长端利率和保费增速，但不同时间段的核心因素不同，在目前市场对于寿险负债端担忧加大的背景下，**负债端能否改善是短期内保险板块的核心矛盾点**。逻辑上看，在代理人逐渐积累客户和适应新产品销售+经济的好转的促进下，下半年重疾险的销量有望改善。另外，从二季度的情况看，太保 30 周年推出的两全其美两全险和鑫从容年金险均有不错的销量，我们预计在银行理财产品收益率下降以及去刚兑的背景下，储蓄型产品的需求还较为旺盛，能够在一定程度在弥补重疾险销量的不足。

表 1、上市险企部分新重疾产品对比

	中国人寿	中国平安	中国太保
产品名称	国寿福 2021	平安福 2021	金典人生
投保年龄	18-60 周岁	18-55 周岁	18-65 周岁
保险期间	终身	终身	终身
缴费期间	趸交/10/20/30 年交	10/15/20/30 年交	趸交/5/9/14/19 年交
重疾	1 次，120 种，100%保额	1 次，120 种，100%保额（70 岁前发生轻症和中症保额提升）	1 次，120 种，100%保额（可选附加险可扩大至分 5 组赔付 4 次）
中症	1 次，20 种，50%保额	1 次，20 种，50%保额	/
轻症	6 次，30 种，20%保额	6 次，40 种，20%保额	5 次，60 种，20%保额
前症	/	/	1 次，6 种，10%保额
特疾	1 次，6 种，50%额外保额（70 岁前确诊）	/	1 次，20 种，100%额外保额
身故	100%保额	100%保额（70 岁前发生轻症和中症保额提升）	100%保额
保费（30 岁男性-20 年交-50 万保额）	15013	14550	15364（19 年交）

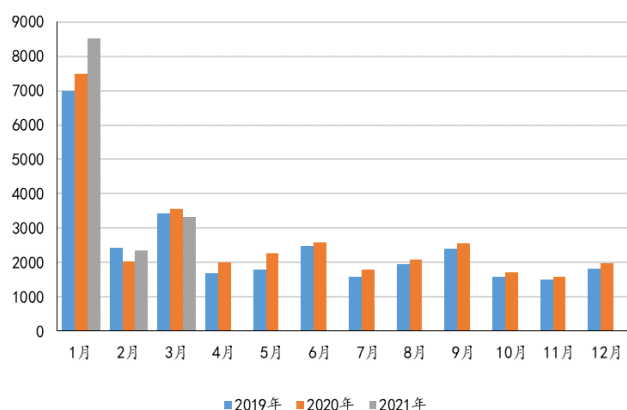
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：“/”表示产品无相关责任

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

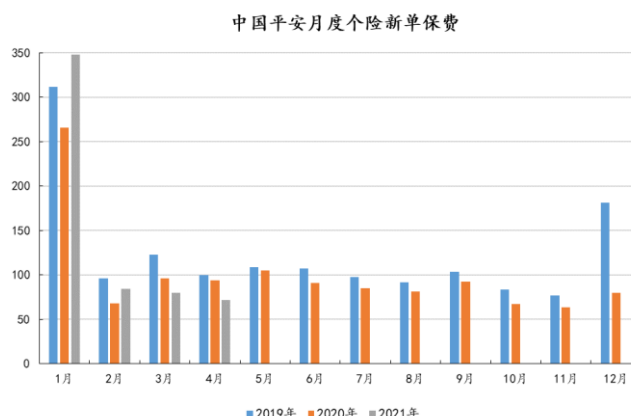
- 12 -

图 15、全行业单月寿险总保费（亿元）



资料来源：银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、中国平安单月寿险个人业务新单保费（亿元）



资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

● 险企多元化的渠道发展，对于负债端改善有正面作用

代理人渠道以提质为主。代理人渠道仍是上市险企业的核心渠道，各家险企今年基本以提质为主要目标，太保继续推进打造核心人力、顶尖绩优和新生代三支关键队伍（代理人提质是核心），平安去年推出的新基本法更多的强调产能，新华在去年代理人达到60万平台的基础上，今年更多的强调活动率、留存和提质。从保险行业代理人渠道的趋势来看，15-17年是保险行业代理人的高增长期，上市险企代理人规模普遍在这一期间翻番，但近两年代理人增员的难度则有所加大，并且依靠短期代理人规模来实现保费高增长的模式也无法长期持续，因此代理人提质则变得更为重要。我们预计上市险企今年代理人规模大概率将稳中有升（但不会大幅上升），夯实基础和提质是主要方向，同时经济好转后负债端的回暖也对于代理人的质态提升（活动率和件均保费等）带来正面作用，有望形成良性循环。

银行渠道加大发展力度，期交产品的增长是关键，预计能够在保证一定价值的前提下继续贡献增量。上市险企近1-2年对于银行渠道的重视程度整体有所提升，部分原因在于代理人渠道的发展难度加大，另一方面在于长端利率下行的大背景下年金险等储蓄型产品更受欢迎，而银行在销售此类产品上有其天然的优势，同时银行渠道的客户也可以进行二次开发（推荐价值率更高的保障型产品）。上市险企中，国寿储蓄型产品占比略高于同业，银保一直是公司的重要渠道之一，在公司鼎新工程中也提到了大力发展银保渠道，18年和19年公司逐渐将600亿的银保趸交业务完全压缩，但银保期交保费则有较大的增长，20年更为明显，银首年期交保费实现了25.6%的高增长；平安加快推进的寿险改革中，也提到了银保渠道加大发展力度，公司20年银保新单保费同比增长了51.3%；新华在19年新管理层就任后，提出了“规模价值全面发展”的转型思路，重新开始发展银保业务，19年11月开始银行渠道贡献的保费收入就带来了明显的增量，20年在银保的推

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 13 -

进方面加大了分公司的自主选择权，同时也加大了财富队伍的建设，数据上看，公司 20 年银保新单保费同比增长 124.7%。我们认为，加大银保渠道的趋势在明年大概率会持续，预计银保期交产品能够继续实现较高的增长，为上市险企负债端继续带来重要的增量。

互联网渠道有望加速发展，线下+线上的模式继续推进。今年疫情的出现虽然使保险行业负债端整体有所承压，但也使得互联网保险加速发展，疫情期间各家险企也通过增加线上产品、完善 APP 等方式吸引客户，同时客户对于线上购买保险的接受程度也有所提高，我们预计互联网渠道未来的重要程度将逐渐增高，成为险企寿险增长的动力之一。

图 17、2018 年后上市险企代理人增长放缓（万人）

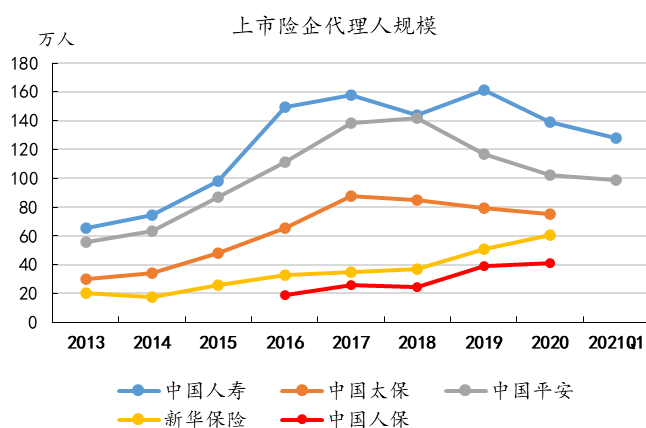
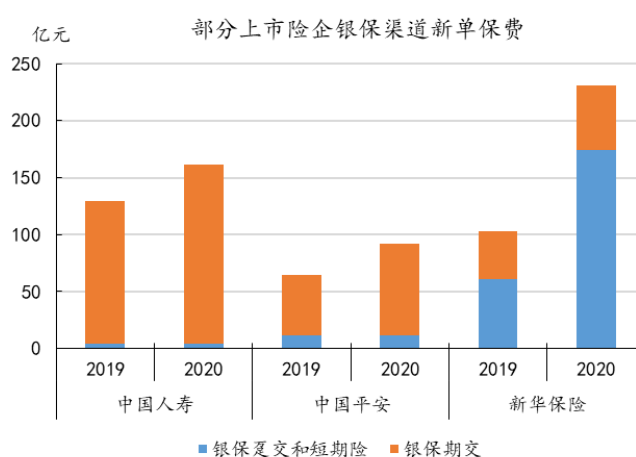


图 18、2020 年银保渠道贡献了较大的增量（亿元）



资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：上市公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

注：太保未披露银保渠道数据；平安数据为新单规模保费

● 各地惠民保加速推出，对保险行业增长有弊亦有利

惠民保产品在 2020 年后快速发展，政府参与度较高、易投保和低成本的特点使惠民保获得了较好的销量。2019 年，珠海市、南京市、广州市以及佛山市先后推出“惠民保”项目。2020 年 2 月国务院印发了《关于深化医疗保障制度改革的意见》，提出到 2030 年全面建成以基本医疗保险为主体，医疗救助为托底，补充医疗保险、商业健康保险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的医疗保障制度体系。之后，各省市陆续加速推出惠民保产品，目前已经有接近 100 个城市推出了相关产品。惠民保作为普惠性质的产品，政府参与度较高，能够更好的获得客户的信任，并且惠民保有易投保和低成本的特点，客户可以通常可以简单的通过各地惠民保公众号直接线上投保，且对于客户的年龄和健康状态基本没有限制（有既往症也可以投保，但对于承保责任或赔付比例有影响），价格普遍在 50-150 元之间，因

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 14 -

此受欢迎程度高，在短期内就能够获得较好的销量。根据《中国健康保险发展报告(2020)》数据，惠民保类产品 2020 年已覆盖超过 2600 万人，总保费收入超过 10 亿元；2021 年 4 月末上海的沪惠保，仅上线三周的时间，投保人数就超过了 500 万人。

惠民保的保障范围和商业百万医疗险有一定的重复性，虽然不能完全替代百万医疗，但确实有一定的替代性。以上海的沪惠保为例，将其与市场上热销的商业百万医疗险“好医保长期医疗”相比，其主要区别在于：**1. 责任范围**。沪惠保主要覆盖住院医疗自费部分（不包括基本医疗自付部分），好医保长期医疗主要覆盖所有住院医疗费用以及门诊肾透析等其他责任。**2. 免赔额和赔付上限**。沪惠保免赔额为 2 万元，赔付上限为 100 万；好医保长期医疗免赔额为 1 万元（6 年共享），赔付上限为 400 万。**3. 赔付比例**。沪惠保赔付比例通常为 70%（无既往症），好医保长期医疗赔付比例通常为 100%。**4. 续保责任**。沪惠保不保证续保，好医保长期医疗为 6 年保证续保。**5. 投保要求**。沪惠保只要有上海医保即可投保，好医保长期医疗首次投保需要 60 周岁以下且满足健康告知。可以看出，沪惠保在保险责任范围、免赔额、赔付上限和赔付比例等方面要弱于好医保长期医疗，但在最主要的责任方面有重复部分（目录外自费部分）。因此对于很多客户来说，仅会在惠民保和商业百万医疗中 2 选 1，如果已经有了商业百万医疗险，就不会在购买沪惠保，反过来如果购买了沪惠保，那么在保险期间内大概率也不会去购买商业百万医疗。其他城市的惠民保情况类似，所以惠民保的快速覆盖对于百万医疗险的销量会有一定的冲击。

表 2、沪惠保和好医保长期医疗对比

	沪惠保	好医保长期医疗
参保条件	有上海医保，不限年龄	首次投保需 60 周岁以下，满足相关健康告知等要求
承保公司	太保等 9 家保险公司	中国人保
投保渠道	沪惠保公众号，随身办	支付宝
缴费期间	趸交/10/20/30 年交	10/15/20/30 年交
参保时间	2021.07 前（7.1 生效）	不限
保险期间	1 年	1 年
是否保证续保	不保证	6 年保证续保
等待期	无	30 天
医院范围	上海市二级及以上医保定点医院普通住院部	中国大陆二级及以上公立医院普通部
免赔额	20000	一般医疗 6 年共享 10000 免赔额；重疾 0 免赔额
报销比例	部分报销，有无既往症报销比例不同	100% 报销（投保时选择有医保但实际没有用医保报销的赔付 60%）
主要责任	特定住院自费医疗费用保险金：住院医疗自费部分（不包括基本医疗自付部分）的特定药品费、手术材料费和检查检验费，2 万免赔额，100 万上限，非既往症/既往症赔付比例 70%/50%。	一般医疗及意外医疗保险金：责任包括住院医疗费用、特殊门诊医疗费用（门诊肾透析费等）、门诊手术医疗费用和住院前后（住院前 7 日和后 30 日）门急诊医疗费用，1 万免赔额，200 万上限，赔付比例 100%。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 15 -

	特定高额药品费用保险金: 特定重疾和罕见病, 21 种药, 0 免赔额, 100 万上限, 非既往症/既往症赔付比例 70%/30%。 质子重离子医疗保险金: 0 免赔额, 30 万上限, 非既往症/既往症赔付比例 70%/30%。	重大疾病医疗保险金: 100 种重疾, 0 免赔额, 400 万上限, 赔付比例 100%。 重大疾病津贴: 100 种重疾, 1 万 (一次)。 质子重离子医疗保险金: 0 免赔额, 100 万上限。
保费	115 元	26-30 岁: 有社保 259 元, 无社保 657 元; 31-35 岁: 有社保 339 元, 无社保 953 元; 36-40 岁: 有社保 469 元, 无社保 1425 元。
其他	沪惠保可通过医保账户支付	可加购恶性肿瘤赴日治疗责任(指定日本医院)、指定疾病及手术特需医疗责任(可扩展至二级以上公立医院特需部、国际部、VIP 部)。

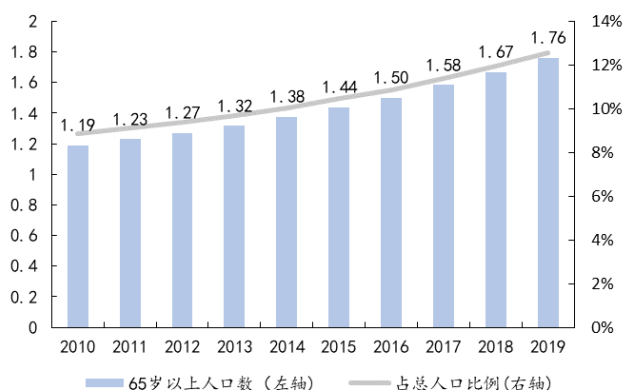
资料来源: 支付宝, 沪惠保公众号, 兴业证券经济与金融研究院整理

但从另一方面, 惠民保有利于提高民众的保险意识, 同时也有利于保险公司积累客户。惠民保作为普惠性质的保险产品且有政府参与, 宣传力度较大, 包括对于保险的科普, 有利于提高民众的保险意识, 从而提高保险覆盖度。另外, 保险公司参与惠民保, 虽然不以盈利为目的, 但可以积累客户并进行二次开发, 对保费增长带来正面作用。

● 养老产业链为更长期的增长点, 关注政策积极作用

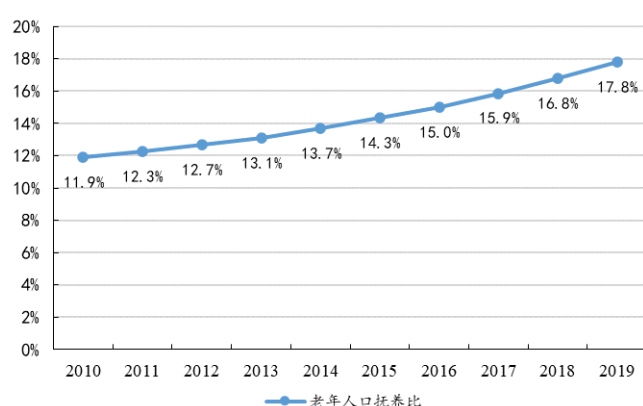
我国处于人口老龄化加剧、老年人口抚养比逐渐攀升的情况。2000 年中国 65 岁以上老龄人口占比突破 7%, 步入老龄化社会, 此后 65 岁以上老龄人口占比不断增加, 截止至 2019 年末, 65 岁以上人口数达 1.76 亿人, 占总人口比例为 12.6%; 老年人口抚养比逐渐攀升至 2019 年的 17.8%。另外, 根据第七次人口普查数据, 2020 年我国 60 岁以上和 65 岁以上人口占比分别为 18.7%和 13.5%。

图19、中国 65 岁以上人口数量和占比（亿人，%）



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图20、中国老年人口抚养比攀升（%）



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

国家政策对于保险发展养老产业链处于支持态度，关注政策积极变化。养老金方面，2018 年银保监会发布了《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》，开始在上海、福建和苏州工业园区试点，由于税收优惠不足并且购买流程较为麻烦，税延养老的覆盖程度不及预期，但相关部门已多次提到要完善税延养老政策，后续有望出现更有吸引力的政策并扩展至全国；2021 年 5 月，银保监会发布《关于开展专属商业养老保险试点的通知》，6 月后将在试点区域开展专属商业养老保险试点，专属商业养老保险在权益类资产配置比例和最低资本要求等方面给予了保险公司一定的监管支持。养老社区方面，2010 年监管部门允许包括公司投资养老地产，保险公司先后开始了养老社区的布局，并且近年来民政部等部门对于养老服务设施等方面也提出了目标。长期护理保险从 2016 年开始试点，之后监管部门也多次提出了扩大试点范围等文件，推动长期护理保险的发展。

表 3、我国养老金、养老社区、长期护理保险政策梳理

	时间	政策和法律支持	重点内容
养老金	2018.04	《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》	自 18 年 5 月起在上海市、福建省和苏州工业园区实施个人税收型商业养老保险试点，试点期限暂定一年。
	2020.09	《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》	积极发展多样化的商业养老年金保险、个人账户式商业养老保险。完善个人税收递延型商业养老保险政策，拓宽商业养老保险资金运用范围，实现长期保值增值。力争到 2025 年，为参保人积累 6 万亿元养老保险责任准备金。
	2021.05	《关于开展专属商业养老保险试点的通知》	自 21 年 6 月起由 6 家人身险公司在浙江省（含宁波市）和重庆市开展专属商业养老保险试点，试点期限暂定一年。《通知》对专属商业养老保险产品交费方式、积累期和领取期设计、保险责任、退保规则、信息披露、产品管理等作出规范，并明确了在权益类资产配置比例、最低资本要求等方面的监管支持政策。
养老社区	2010.9	原保监会出台《保险资金投资不动产暂行办法》	保险公司可投资养老地产
	2019.9	民政部印发《关于进一步扩大养老服务供给促进养老服务消费的实施意见》	2022 年底前，力争所有街道至少建有一个具备综合功能的社区养老服务机构；每个县至少一所以农村特困失能、残疾老年人专业照护为主的供养老服务设施。确保新建住宅小区配套养老服务设施，老旧小区通过政府回购、租赁、改造等方式因地制宜补足养老设施，到 2022 年配建的养老服务设施达标率达到 100%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 17 -

长期 护理 保险	2016.6	人社部印发《关于开展长期护理保险制度试点的指导意见》	在湖北荆门、新疆石河子、江西上饶、黑龙江齐齐哈尔、四川成都等 15 个城市启动长期护理保险的试点工作
	2018.7	国家卫生健康委员会、国家发展改革委等 11 个部门联合印发了《关于促进护理服务业改革与发展的指导意见》	鼓励发展商业护理保险，鼓励有条件的地方积极支持商业保险机构开发长期护理商业保险，以及与老年护理服务相关的商业健康保险产品
	2019.3	国务院《2019 政府工作报告》	首次在政府工作报告中提及长期护理保险，长护险有望成为社保“第六险”，为失能老人体面养老提供保障
	2019.9	民政部印发《关于进一步扩大养老服务供给促进养老服务消费的实施意见》	扩大长期护理保险制度试点，鼓励发展商业长期护理保险产品，加强护理员培训并对国家标准征求意见
	2019.10	人社部、民政部联合颁布《养老护理员国家职业技能标准（2019 年版）》	在增加职业技能要求、放宽入职条件、拓宽职业空间、缩短晋级时间等方面做了重大修改；并提出开展养老服务人才培养提升行动，确保到 2022 年底前培养培训 200 万名养老护理员
	2020.05	国家医保局就《关于扩大长期护理保险制度试点的指导意见》（征求意见稿）	试点范围扩大，并首次明确提出了将长护险作为独立险种来进行独立设计和独立推进。
	2020.10	国家医保局会同财政部印发《关于扩大长期护理保险制度试点的指导意见》	明确将长期护理险试点扩围，新增试点于今年内启动实施，试点期限 2 年。此外，意见还在长期护理保险的资金筹集、待遇支付、管理服务机制等方面作出了更细化的规定。

资料来源：人社部，民政部，国务院，兴业证券经济与金融研究院整理

目前大多龙头险企均已布局商业养老产业链，“养老年金+养老地产+长期护理”产业链雏形初现。养老年金产品上，龙头险企目前均有保至 80 周岁以上或保至终身的年金产品，部分产品在高年龄段能够领取更多的年金，符合老年人口的实际需求。部分养老年金产品已和养老社区对接，例如泰康的“幸福有约”，包含了“乐享新生活养老保险”（在一定年龄后按月领取年金），同时给予购买该产品的客户入住养老社区的资格。近年来养老社区也是龙头险企重要的布局之一。泰康、太平、新华、国寿、太保分别自 2011、2014、2014、2015、2018 年开始打造养老社区，平安保险已入股碧桂园、融创中国、华夏幸福、旭辉控股等地产公司，同时在今年 5 月发布了“平安臻颐年”康养品牌以及高端产品线“颐年城”，正式开始养老社区的布局，颐年城定位为优先聚焦一线城市及部分核心二线城市的核心区位项目，建设市中心 CCRC 综合康养项目。其中，泰康保险是养老社区布局时间最早、布局地域最广的内资险企，其养老社区泰康之家主要借鉴美国经验，并结合中国特点，力求打造国际标准级别的养老社区，计划投资 500 至 1,000 亿元在中国建设 25 个到 30 个养老社区。我国长期护理保险自 2016 年 6 月开始试点，以“政府主导、社会化经办、市场化服务供给”为基本格局，根据国家医保局数据，截至 2019 年 6 月 30 日，15 个试点城市和 2 个重点联系省的参保人数达 8,854 万人，享受待遇人数 42.6 万，年人均基金支付逾 9,200 元，平安、太保、新华等上市险企均已实际开展该业务。整体上看，险企对养老产业的布局正处于前期投入阶段，并未构成当前盈利增长点，但养老产业链仍处于蓝海，空间巨大，长期看将提升竞争优势及未来盈利空间。

表 4、我国龙头险企目前养老社区布局

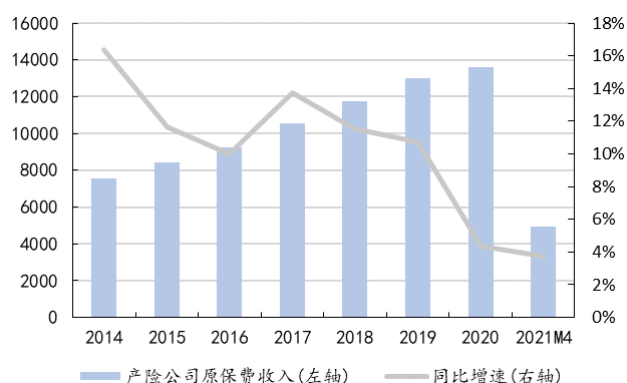
项目名称	开始时间	具体项目	地点	定位	进度
中国人寿	2015 年	国寿嘉园雅境	苏州	度假型活力养老社区	2019 年 12 月开业
		国寿嘉园韵境	北京	度假型活力养老社区	建设中
		国寿嘉园乐境	天津	度假型活力养老社区	建设中
		国寿嘉园逸境	三亚	度假型活力养老社区	即将开业
	2015 年	福保社区颐康之家	深圳	普惠型高品质社区养老项目	2018 年 1 月开业
		康欣社区颐康之家	深圳	普惠型高品质社区养老项目	2020 年 1 月开业
中国太保	2017 年	博鳌项目	海南	康养中心	建设中
	2018 年	成都国际颐养社区	成都		建设中
		大理颐老院国际乐养社区	大理		建设中
		杭州国际颐养社区	杭州		建设中
	2020 年	国际康养社区项目	上海		2020 年 6 月与上海市普陀区规划资源局签订投资合作协议
中国平安	2021 年	颐年城	深圳	CCRC 综合康养项目	2021 年 5 月发布相关项目计划
新华保险	2012 年	莲花池尊享公寓	北京	康复护理型养老机构	2017 年 6 月开业
		海南博鳌乐享社区	海南	度假型活力养老社区	2019 年开业
中国太平	2014 年	北京延庆颐享社区	北京	CCRC	建设中
		梧桐人家	上海	CCRC	2019 年 11 月开业
		快乐家园（非自建）	上海	度假型活力养老社区	2017 年开业
		古滇名城（非自建）	云南	度假型活力养老社区	2017 年开业
		星健兰亭（非自建）	宁波	度假型活力养老社区	2018 年开业
泰康保险	2012 年	当代时光里（非自建）	北京	度假型活力养老社区	2018 年开业
		燕园等多个项目	19 个核心城市	CCRC，提供独立生活、协助生活、记忆照护、专业护理四种生活服务区域	北京燕园、上海申园、广州粤园、成都蜀园、苏州吴园、武汉楚园六地社区及配建康复医院已正式投入运营。

资料来源：公司官网和财报，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、产险：车险综合改革负面影响符合预期，非车险保持高增长

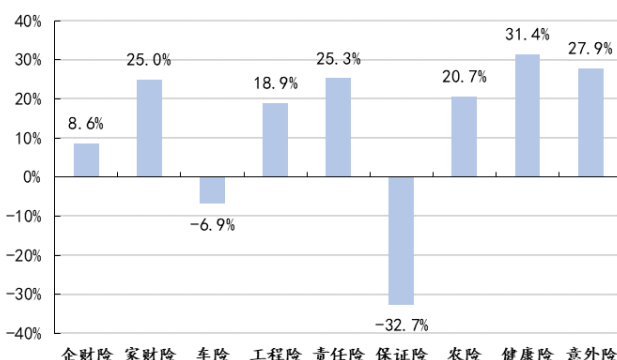
2021 年 1-4 月，产险行业保费增速放缓，主要是受车险和信保业务的负面影响，大多数非车险在基数不高的情况下实现了 20% 以上的增速。截止至 2021 年 4 月末，全行业产险公司累计原保费收入 4954 亿元，同比增长 3.7%。前 4 月产险公司主要细分险种的累计保费增速分别为：健康险（+31.4%）>意外险（+27.9%）>责任险（+25.3%）>农险（+20.7%）>家财险（+25.0%）>工程险（+18.9%）>企财险（+8.6%）>车险（-6.9%）>保证保险（-32.7%）。

图21、产险公司原保费收入及同比增速（亿元，%）



资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、2021年1-4月产险各险种保费增速（%）



资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

- 车险保费下半年在综合改革背景下仍会承压，但基本在预计内，并且龙头险企车险成本率有望好于预期。

车险综合改革在 2020 年 9 月后实施，由于基数的原因，对车险保费的负面影响将延续到今年 9 月，但负面影响的程度基本在预期内。车险综合改革在 2020 年 9 月 19 日正式实施，改革的核心目的是消费者权益，主要内容包括提高车险保障额度、合理下调附加费用率（引导行业将商车险产品设定附加费用率的上限由 35% 下调为 25%）、逐步放开自主定价系数浮动范围。车险综合改革的实施整体上也给予保险公司更多的自主选择权，因此市场化竞争可能会更加激烈，使车均保费进一步承压，根据草稿调研的情况来看，车均保费约下降了 20% 左右。从此前商车费改的情况看（2018 年实施了第三次商车费改），由于车险是每年续保一次，属于价格敏感型的保险产品，车险定价的放开导致车险价格竞争更为激烈，全行业车险件均保费价格均有所下降，对车险保费增速造成负面影响。由于基数的原因，车险综合改革对于车险保费的主要负面影响将延续到今年 9 月，Q1 行业车险保费同比-6.2%，但新车销量的同比的大幅增长在一定程度上对冲了车险综合改革的负面影响，上市险企 4 月的车险保费数据则相对反应了更真实的情况（4 月单月行业车险保费同比-8.5%），整体上看负增长的幅度基本在市场预期之内。

表 5、关于商车费改及车险综合改革的相关文件

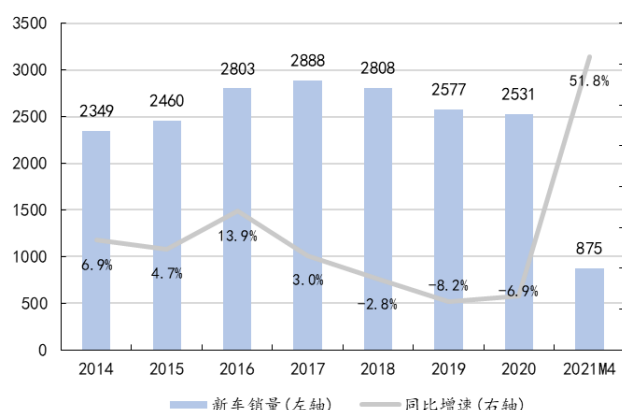
颁布时间	文件名称	文件目的
2015 年 2 月	《中国保监会关于深化商业车险条款费率管理制度改革的意见》	第一次商车费改，建立以行业示范条款为主、公司创新型条款为辅的条款管理制度；建立市场化费率形成机制，逐步扩大财险公司车险费率厘定自主权。
2017 年 6 月	《中国保监会关于商业车险费率调整及管理有关问题的通知》	第二次商车费改，提高车险费率下浮空间，扩大了保险公司自主定价权，范围为全国，各省市调整幅度有所不同。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2017年7月	《关于整治机动车辆保险市场乱象的通知》	在第二次商车费改的基础上，明确规定了费用投放和渠道格局，抑制恶性竞争。
2018年3月	《中国保监会关于调整部分地区商业车险自主定价范围的通知》	第三次商车费改，进一步提高车险费率下浮空间，扩大了保险公司自主定价权，范围为在四川、山西、福建、山东、河南、厦门和新疆七个地区。
2020年9月	《示范型商业车险精算规定》	明确保费厘定原则，以及明确了车险保费不足准备金的评估标准，让保险公司在选择浮动系数时更加理性。
2020年9月	《关于实施车险综合改革的指导意见》	1.提高车险保障额度；2.合理下调附加费用率，引导行业将商车险产品设定附加费用率的上限由35%下调为25%，预期赔付率由65%提高到75%；3.逐步放开自主定价系数浮动范围；4.优化无赔款优待系数；5.改革车险产品准入和管理方式。

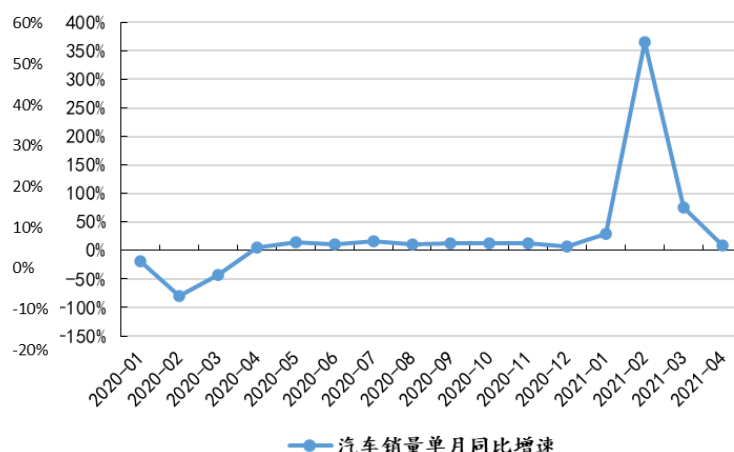
资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、新车销量及同比增速（万辆，%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、新车销量由于基数原因在2月和3月高增(%)



资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

车险综合成本率有所上行，但龙头险企车险综合成本率有望好于预期，同时市场份额有望提高。在车险综合改革的影响下，行业车险综合成本率将有所上行（赔付率上行，费用率下降，但赔付率上行的幅度大于费用率下降的幅度）下半年随着综改的深入进展，赔付率可能还会有所上升。从目前的情况来看，车险竞争较为激烈，中小保险公司由于其定价、数据方面能力相对较弱，整体车险综合成本率上升较多，但龙头公司定价能力更强，经营更为稳健，车险业务预计能保持在承保盈利的水平，有望好于预期。同时，车险综合改革可能导致部分中小保险公司的退出车险市场，提高行业集中度。

- **非车险规模逐渐接近车险，是产险增长的主要推动力，责任险和农险等险种仍有较大的增长空间。**

近年来车险保费受到商业费改、新车销量增速放缓、以及去年的综合改革等因素的影响增速放缓，而非车险整体上保持这较高的增速。从银保监会披露的行业数据看，2021 年 1-4 月，全行业非车险保费 2469 亿元（同比+17.1%），规模已经接近全行业车险保费（2485 亿元），我们认为非车险增长较快的趋势将会持续，责任险和农险等险种有较大的增长空间。

1、责任险：全球的产险保费收入结构中，责任险的占比高达 15%，而我国的责任险近年来虽然保持着超过 20%的高复合增速，但占比截止到 2020 年末仅为 6.6%。此外，公共责任险，危险化学品运输责任险，环境责任险等亦是许多业务开展的必须品，国家政策上的支持也将继续推动责任险保费继续保持高速增长。

2、农险：2007 年后，国家加大对三农的扶持力度，农业保险成为其中一项重要工作，中央财政和地方均给予补贴，农户购买的主要农险中，约 80%的保费由财政部承担，且补贴的范围不断扩大，目前我国农业保险业务规模仅次于美国，居全球第二，亚洲第一，其中养殖业保险和森林保险业务规模居全球第一。2019 年 10 月，财政部等多部门联合下发《关于加快农业保险高质量发展的指导意见》的通知，要求到 2022 年稻谷、小麦、玉米 3 大主粮作物农业保险覆盖率达到 70%以上，收入保险成为我国农业保险的重要险种，农业保险深度（保费/第一产业增加值）达到 1%，农业保险密度（保费/农业从业人口）达到 500 元/人，到 2030 年农业保险总体发展基本达到国际先进水平，政策支持下农险业务将继续保持高增长，且农险业务整体盈利能力较强（2019 年内受非洲猪瘟影响导致赔付增长是特殊情况），对于产险公司整体盈利能力也有正面作用。

表 6、关于农险的重要文件

颁布时间	文件名称	指导思想
2003 年 12 月	《2004 年中央一号文件》/《中共中央国务院关于促进农民增收收入若干政策的意见》	加快建立政策性农业保险制度，选择部分产品和部分地区率先试点，有条件可对参加种养保险的农户给予一定的保费补贴。
2009 年 4 月	《关于规范政策性农业保险业务管理的通知》	政策性农业保险产品的保险责任应涵盖所保品种的主要风险；费率应依据保险责任、损失率状况和风险水平确定；各公司将政策性农业保险业务收支与其他保险业务收支分开管理，进行单独核算。
2012 年 10 月	《农业保险条例》	对农业保险合同、农业保险机构经营规则做出了规定 农业保险实行政府引导、市场运作、自主自愿和协同推进的原则。
2016 年 10 月	《中央财政农业保险保险费补贴管理办法》	坚持“政府引导、市场运作、自主自愿、协同推进”的基本原则，逐步构建市场化农业生产风险分散机制，更好服务“三农”；坚持“ 中央保大宗、保成本，地方保特色、保产量 ”的基本要求，以建立多层次农业保险体系，满足多样化农业保险需求。《办法》进一步规范了补贴资金预算管理和拨付流程，增加了追究审批责任的内容， 引入了“无赔款优待”鼓励农户投保 ，对中介机构行为进行了规范，并引导保险公司降低保险费率，加强承保理赔管理等，不断提高保障水平和服务质量。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 22 -

2017 年 1 月	《中央财政进一步完善农业保险保险费补贴制度》	中央财政进一步提高对产粮大县三大粮食作物农业保险保费的补贴比例，由此前的中西部 40%、东部 35%，逐步提高至中西部 47.5%、东部 42.5%，对缓解产粮大县财政支出压力、扩大农业保险覆盖面、稳定产粮大县农业生产和农户收入具有重要意义。
2019 年 10 月	《关于加快农业保险高质量发展的指导意见》	到 2022 年，稻谷、小麦、玉米 3 大主粮作物农业保险覆盖率达到 70% 以上，农业保险深度（保费/第一产业增加值）达到 1%，农业保险密度（保费/农业从业人口）达到 500 元/人。

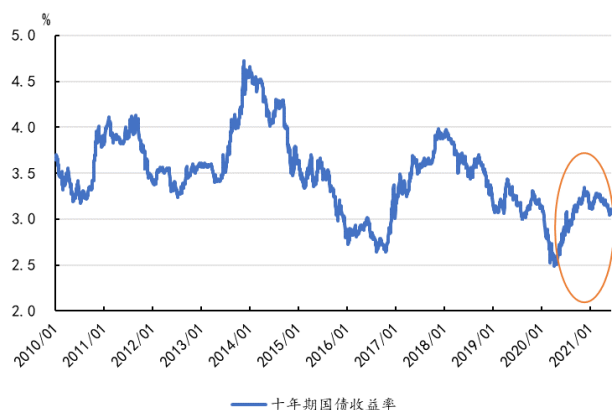
资料来源：国务院，中国财政部，中国保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

信保业务规模压缩，风险逐渐出清。由于信用保险业务近年来扩张较快，在一定程度上有信用有所下沉，2020 年全行业信用保证保险业务的赔付率均出现了大幅提升（主要是融资类信用保证保险），之后险企目前已采取相应的措施，大幅压缩业务规模并出清存量风险。上市险企中，今年一季度人保信保业务规模已压缩至不到 5 亿（同比-80.4%），平安非车险的负增长也主要与信保业务规模的压缩有关，人保和平安一季度整体综合成本率的下降，主要也与融资类的信保业务的减亏有关。

2.3、投资端：利率环境仍在合适区间，关注主动投资能力

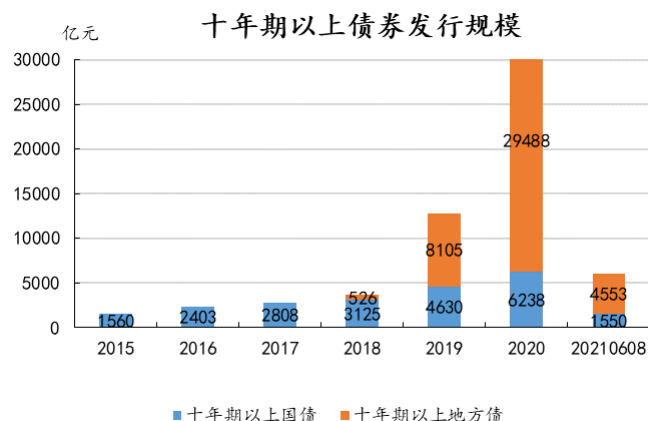
长端利率在 3%-3.4% 之间震荡，但今年长久期地方债发行规模下降较多。十年期国债收益率从去年 4 月末的低点 2.5% 左右开始回升，在去年 10 月回升至 3.2%，之后自今大多数时间在 3%-3.4% 之间，截止至 6 月 8 日收盘为 3.11%，预计下半年长端利率也将处于震荡的趋势，但大概率能够保持在 3% 以上，对于龙头险企的固收类资产配置仍处于相对舒服的区间。但是，由于去年 11 月财政部发布的《进一步做好地方政府债券发行工作的意见》要求 10 年期以上新增一般债券发行规模应当控制在 30% 以下，导致了今年长期地方债的发行规模大幅下降，截止至 6 月 8 日，十年期以上地方债发行规模仅 4553 亿，相比于去年（全年十年期以上地方债发行规模接近 3 万亿）大幅下降，加大了险企资产配置的难度，尤其是加大了拉长资产久期的难度（19 年和 20 年长久期政府债是险企拉长资产久期的重要品种）。

图25、中国 10 年期国债收益率 (%)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、今年十年期以上政府债发行规模下降 (亿元)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

长期来看，长端利率的下行是大趋势，但利率下行对投资收益率的影响有限，并且上市险企也在通过不同的方式应对利率下行的风险。利率下行直接导致当期配置的债券及债权类非标资产收益率下行，掣肘投资收益，但下降的幅度和速度在正常的范围内，则影响相对有限。目前上市险企已逐渐采取应对措施，具体包括：

1. 缩短资产负债久期缺口。近年来上市险企在资产配置上普遍选择通常增加配置长久期债券的方式拉长资产久期，同时负债端也通过缩短年金险的保险期间等方式在一定程度上缩短负债久期，以此缩短资产负债久期缺口。

2. 提高资金运用效率。上市险企通过增加高股息标的及长期股权投资、加大委外规模、提高主动管理能力等方式提高资金运用效率。长端利率下行及 IFRS9 即将全面实施的背景下，险企逐渐加大高股息标的和长期股权投资，从中保协披露的公告也能看出，2019 年后上市险企举牌上市公司节奏加快。委外投资方面，根据保险资管协会数据，险资业务委托（给公募基金和券商资管）规模在 2017 年已超过 3000 亿元，从沟通中我们了解到目前上市险企委外投资占比均相对较低，但委外是后续重点需要调整的方向，包括加大委外的规模和筛选力度，将不合格的淘汰。另外，提升主动管理能力及保持投资收益率稳定是各个险企的发力方向，国寿的“重振国寿”战略中一个重点方向就是投资端的市场化改革，新华提出了“资产与负债双轮驱动”。此外，从海外经验来看，海外保险行业在利率下行环境下，通过信用下沉等方式，实际投资收益率下降的幅度要小于长端利率下降的幅度，而我国上市险企目前资产质量稳健，仍有信用下沉的空间。

监管的趋势在于给予险企投资端更高的自主选择权，对于险企投资收益的提升有一定的正面作用，但也对主动投资能力有更高的要求。2020 年 5 月，银保监会本周发布了《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》，放宽保险资金投资的资本补充债券发行人条件。7 月，银保监会发布《关于优化保险公司权益

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

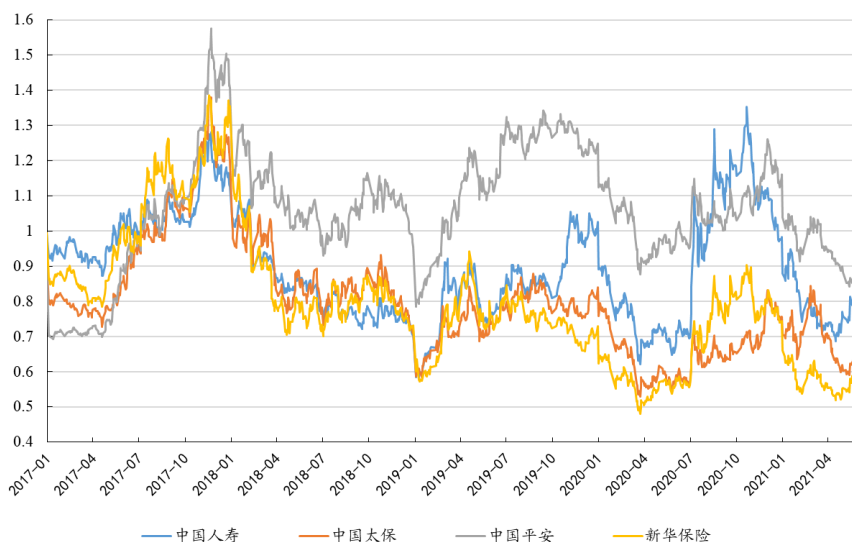
- 24 -

类资产配置监管有关事项的通知》，明确了权益类资产占比（权益类资产/总资产）的八档监管比例（主要根据保险公司的偿付能力充足率），比例最高可达到45%（原先统一为30%），新规实施后，大多龙头险企的权益投资比例上限均由30%提升到了35%。7月，银保监会同时发布了《保险资金参与国债期货的交易规定》，这意味着保险机构可以正式参与国债期货交易，同日银保监会修改了《保险资金参与股指期货的交易规定》，将买入套保的持有时限从1个月增加至3个月，并小幅提高了卖出套保的上限比例。此外，7月国常会提出取消保险资金开展财务性股权投资行业限制，也扩大了险资直接股权投资的范围。整体上看，监管部门近年来通过一系列的文件，在风险可控的背景下放宽了投资范围，也给予了符合条件的险企更高的自主选择权，对于险企投资收益的提升有一定的正面作用，但也对主动投资能力有更高的要求，这也是上市险企目前重点的发力方向之一。

3、投资建议：板块估值远低于中枢且充分反应不利因素，静态负债端改善

对于负债端不必过度悲观，估值已充分反应了不利因素，静态负债端改善，继续看好保险板块估值修复。负债端上，3 月后虽数据较弱，但不必过度担忧，我们看好全年储蓄型产品的销量，同时经济改善结合代理人逐渐适应新产品的销售后，重疾险销量也有望回升。目前上市险企对应 2021 年 0.57-0.86 倍 PEV，远低于中枢，对于不利因素反应的已较为充分，并且目前市场对于险企 NBV 增速等核心指标的预期已经相对较低，很难出现进一步低于预期的情况。个股上，我们推荐长期竞争优势较强且寿险改革成效有望逐渐显现的中国平安、以及估值相对较低且战略转型持续推进的中国太保。

图27、上市险企 PEV 估值



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

长期来看，保险行业仍有较大的增加空间，政策的推动有望加速行业发展，低估值下保险板块长期配置价值更加显著。发展空间上，我国保险深度和保险密度均远不及发达市场，虽然短期重疾险销量较弱，但在我国老龄化日益严峻和卫生医疗支出占比持续提升的背景下，目前健康险的保障水平还有明显的不足，长期来看健康险的需求是客观存在的。养老产业链作为监管支持的领域，目前对于险企而言仍属于蓝海，未来的空间巨大，将会是保险行业未来长期的重要增长点。政策上，从去年 11 月至今，银保监会陆续发布《健康保险管理办法》、《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》、《关于开展专属商业养老保险试点的通知》等多个文件，我们认为监管的两大趋势是促进保险行业更加规范化的发展和推动保险覆盖度的提升，后续有望继续落地详细的积极政策，结合目前保险意识的提升

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 26 -

共同推动保费增长。整体上看，我们认为在保险板块在仍有较大的增长空间和低估值的情况下，长期配置价值显著。

表 7、上市保险公司估值表

		2020A	2021E	2022E	2023E
国寿	EVPS	37.93	42.50	47.50	53.00
	PEV	0.94	0.84	0.75	0.67
	EPS	1.78	2.12	2.35	2.60
	PE	19.99	16.80	15.11	13.66
太保	EVPS	47.74	53.20	59.39	66.22
	PEV	0.72	0.64	0.58	0.52
	EPS	2.56	2.81	3.12	3.47
	PE	13.41	12.22	11.00	9.89
平安	EVPS	72.65	82.18	93.02	105.32
	PEV	0.97	0.86	0.76	0.67
	EPS	7.83	8.59	9.67	10.79
	PE	8.99	8.20	7.28	6.52
新华	EVPS	77.12	86.89	97.73	109.79
	PEV	0.64	0.57	0.50	0.45
	EPS	4.58	5.14	5.72	6.38
	PE	10.76	9.59	8.62	7.73

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：股价按 2021 年 6 月 8 日的收盘价计算

个股上，我们目前推荐中国平安和中国太保。

中国平安：中国平安去年至今由于负债端承压以及管理层变动等原因，估值有所回落，目前对应 21 年 0.88 倍的 PEV 估值已处于相对低位。从股价复盘来看，2020 年 3-4 月最悲观的时候，十年期国债回落至 2.5% 左右+公司管理层变动大+疫情导致 nbv 大幅负增长，平安的估值也只回落至对应 20 年 0.88 倍 pev；2018 年保险行业负债端受政策影响承压+长端利率从年初 4% 下行至 3.1% 左右+权益市场较弱，平安估值最低回落至 0.8 倍。因此，我们认为平安目前的估值水平对于负面因素已反应的较为充分，安全边际强。公司目前管理层已基本稳定，“产品+服务”的策略以及寿险改革成效预计能逐渐显现。长期来看，平安的生态圈等带来的护城河和长期竞争优势同业难以复制，在行业仍有较大的成长空间的情况下，我们看好公司的长期发展。预计 2021-2023 年 EVPS 分别 82.18、93.02、105.32 元，对应 2021 年 6 月 8 日的股价，估值分别为 0.86、0.76、0.67 倍 PEV，审慎增持。

中国太保：公司寿险负债端边际有望改善，看好低估值下的估值修复。代理人方面，公司在 20 年 12 月正式发布新基本法，重点在于助推个人绩优和“直辖直增直育”模式，有利于队伍转型升级和产能提升，该成效今年有望逐渐显现。战略方面，公司今年 1 月正式发布了“长航行动”，围绕客户体验最优的战略目标，构建了“334”实施路径，有望自上而下推动寿险业务发展。管理层方面，预计原友邦集团区域 CEO 蔡强将加盟太保，助力其寿险业务，尤其是一线城市。长期来看，公司在转型 2.0 的战略下加快大健康和大养老的布局，符合行业未来的主要增长点。预计 2021-2023 年 EVPS 分别 53.20、59.39、66.22 元，对应 2021 年 6 月 8 日的股价，估值分别为 0.64、0.58、0.52 倍 PEV，审慎增持。

4、风险提示

保险板块股价面临以下风险：

- 1. 资本市场波动。**保险公司利润受权益市场影响较大，有较强的贝塔属性，在权益市场行情向不利方向波动时，可能导致保险公司利润低于预期。
- 2. 利率下行。**保险公司每年有大量的新增资金和到期资金需要投资固收类资产，并且是以持有到期为主。由于保险公司的特性，利差是险企利润的最重要的来源，长端利率下行会减少保险公司的利差，对利润造成负面影响。
- 3. 保费收入不达预期。**目前负债端是保险板块的核心矛盾点，市场对于重疾险销量有所担忧，如果未来重疾险销量仍有所承压或出现其他因素导致新单保费收入不及预期，可能对保险股的估值造成负面影响。
- 4. 保险行业政策变动风险。**不利的政策可能对于保险产品的销售或者保险公司的经营造成负面影响，导致险企业绩低于预期。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息、意见等仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 29 -