

2021 年海外保险行业中期投资策略：

长线布局寿险标杆及财险龙头

2021 年 6 月 9 日

推荐 (维持)

重点公司	股票代码	评级
中国财险	02318.HK	买入
友邦保险	01299.HK	买入
中国平安	02318.HK	买入
中国太保	02601.HK	审慎增持

相关报告

《港股 2021 年海外保险行业投资策略：把握基本面改善带来的投资机会》20201110

《港股 2020 年中期海外保险行业投资策略：把握负债端改善带来的估值修复》20200601

海外研究

分析师：

张博

zhangboyjs@xyzq.com.cn

SFC:BMM189

SAC: S0190519060002

联系人：

张忠业

zhangzhongye@xyzq.com.cn

投资要点

- **年内行情回顾：港股保险板块跑输大盘。**一是年初销售高点后，寿险新单销售承压，承保端复苏低于市场预期；二是资本市场波动降低市场对险企投资端的预期。
- **保险行业展望：人身险转型期有结构性机遇，财险强者恒强，投资端稳健。**
 - **人身险：行业转型期，业绩承压，关注两大结构机遇。**2018 至 2020 年，6 家内资上市险企 NBV 加权平均增速依次为 -2.8%、3.1%、-19.4%，短期因素是新冠疫情，长期因素是渠道及客群压力（代理人量、质承压，大众客群价格敏感，大众市场被网络互助、惠民保等挤占）。市场需求是行业转型的核心驱动力，当前机遇在于长期储蓄型保单和中高端市场。
 - ✓ **机遇一。客户生命周期维度：长期储蓄型保单及养老产业链。**少子化、老龄化加大人身险长期储蓄诉求，长期年金（包括养老年金）空间大。平安、太保等先发布局“长期年金+养老社区+长期护理”产业链。平安安之心养老年金 9 个月保费破 100 亿元；太保 8 个养老社区项目落地，总储备床位超过 1.1 万张，带动年金险销售。
 - ✓ **机遇二。客群财富维度：中高端赛道。**人身险为富裕群体及高净值客户提供财富保值及传承、中高端健康险及养老服务，受益于其资产规模增长。1) 招行测算，目前我国高净值人群可投资资产年增长 10 万亿元左右，新增保险资产规模千亿级别。2) 险企以家族办公室、保险金信托等形式进行财富管理；通过建立医疗直付网络、对接第三方高端医疗资源满足中高端健康险需求。友邦是中高端赛道的行业标杆，平安向中高端转型。
 - ✓ **渠道。**代理人以质补量，对接富裕客群及高客；银保回暖，适销储蓄保单。
 - **财险：1) 保费：车险保费承压，非车业务驱动规模增长，全年保费有望正增长。2) 承保利润率：龙头公司优于同业，且具备提升空间；中国财险车险新单持续盈利，2021 年全口径综合成本率有望同比下降。**
 - **投资：1) 大类资产：风格稳健，权益类约 20%；后续可增配权益资产、固定资产（地产业务等）、海外资产，操作空间足，无惧利率下行。2) 股票投资：偏好银行、地产，2021Q1 末各占 60.5%、9.9%，重股息回报，并享受白马股资本利得；适应 IFRS-9 准则。3) 长期股权：举牌以促进产业链建设、业务协同。4) 收益率：长期跑赢 5% 假设。**
- **投资策略：长线布局财险龙头及受益于结构性机遇的寿险标杆。**
 - **策略一：长线布局受益于长期储蓄型保单、中高端寿险市场结构性机遇的优质公司。**市场以成长股逻辑配置寿险标的且持股周期相对较长；疫情之下，我们精选个股，看好高质量发展、布局有优势的寿险标的。
 - **策略二：关注维持强者恒强逻辑的财险龙头。**财险标的估值及 ROE 受承保利润率影响大，龙头公司优势持续。
 - **重点公司推荐：友邦保险、中国平安、中国太保、中国财险。**友邦、平安、太保均受益于长期储蓄型保单销售；友邦是中高端寿险市场的最大受益者，平安其次；太保受益于近期人才、治理、康养产业布局。中国财险稳居财险龙头，强者恒强，有补涨空间。

风险提示：1) 资本市场波动；2) 保费收入不达预期；3) 保险行业政策变动风险；4) 保险公司经营风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



Overweight

(Maintained)

Financial Industry

Analyst

Bo Zhang

zhangboyjs@xyzq.com.cn

SAC: S0190519060002

SFC: BMM189

Contact

Zhang Zhongye

zhangzhongye@xyzq.com.cn

Investment Strategy of Overseas Insurance Industry in Mid-2021:

Outstanding Insurers Have Promising Long-term Investment Value

6/9/2021

- **Market review of the year: the insurance sector of H-shares lagged behind overall market performance.** Firstly, following the sales peak at the beginning of the year, sales of life insurance endured pressure in March and April, and the recovery of the underwriting side was below market expectation; Secondly, capital market fluctuations lowered market expectations on insurers' investment.
- **Insurance industry outlook: Life insurance will encounter structural opportunities during the transition period. Property insurers with good performance will continue leading the industry, and there's robust prospects for investment.**
 - **Life insurance: Performance is under pressure during industry transition period. Attention could be attached to two structural opportunities.** From 2018 to 2020, 6 domestic listed insurance companies' weighted average growth rates of NBV are -2.8%, 3.1% and -19.4% respectively. In the short term, they are affected by the COVID-19 pandemic, while in the long term, the challenges remain to be pressures related to channels and customers (the quantity and quality of agents are under pressure, the masses are sensitive to price, and the mass market is squeezed by mutual aid networks and Huimin Healthy Insurance). Market demand is the core driving force of industry transformation, and the current opportunity lies in long-term deposit insurance policies and high-end market.
 - ✓ **Opportunity 1: Customer lifecycle perspective: long-term deposit insurance policy and the elder care industry chains.** With low birthrate and the aging trend, demands for life insurance cover with long-term savings are rising, and long-term annuity (including pension annuity) has a promising prospect. Ping An and CPIC took the lead to establish "long-term annuity + pension community + long-term care" industry chain. The 9-month premium of Ping An's Anzhixin pension annuity products exceeded 10 billion yuan; CPIC has established 8 pension communities, with a total reserve of more than 11,000 beds, driving the sales of annuity insurance.
 - ✓ **Opportunity 2: Customer wealth perspective: medium and high-end services.** Life insurance provides wealth preservation and inheritance services, medium and high-end health insurance and pension services for the rich group and high net worth clients, benefiting from the growth of their asset size. 1) According to the calculation of China Merchants Bank, currently the investable assets of high-net-worth individuals in China increase by approximately 10 trillion yuan annually, and the scale of newly increased insurance assets is around 100 billion yuan. 2) Insurance companies conduct wealth management in the form of family offices and insurance trust; Demands for medium and high-end health insurance are met with the establishment of direct medical payment network and coordinating third-party high-end medical resources. AIA is the benchmark enterprise in the medium and high-end insurance market, and Ping An is also carrying out reforms in life insurance to transform itself into the medium and high-end market.
 - ✓ **Channels.** Insurance agents coordinate rich and high-end customer groups, the quality improvements of which compensate the lack of quantity; Bancassurance recovered with marketable deposit policies.
 - **Property insurance: 1) Premium:** vehicle insurance premiums are under pressure, non-vehicle business drives growth, and annual premium is expected to achieve a positive increase. **2) Underwriting profit margin:** leading companies outperform peer companies, and maintain room for improvement; new auto insurance policies of PICC P&C sustain profitability, and full-caliber COR is expected to decline year-on-year in 2021.
 - **Investment: 1) Main types of assets** has robust prospects and sufficient room for manoeuvre. Equity assets approximately account for 20%; Equity assets, fixed assets (real estate, and etc.) and overseas assets could be added. There's no need to worry about interest rate decline. **2) Investment in shares** prefers banking and real estate, accounting for 60.5% and 9.9% respectively by the end of 2021Q1, and attaches importance to dividend return and capital gains of high-quality shares; IFRS9 is fully implemented. **3) Long-term equity:** invest to promote industrial chain development and business collaboration. **4) ROI** outperforms 5% assumption in long term.
- **Investment strategy: Outstanding insurers with structural opportunities have promising long-term investment value.**
 - **Strategy 1: High-quality companies with long-term deposit insurance policies as well as structural opportunities in medium and high-end life insurance market have promising long-term investment value.** The market looks for subject-matters of life insurance following the logic of growth stock selection, and the holding period is relatively long; Against the background of COVID-19, we maintain the expectation of weak recovery in 2021 while hold optimistic attitudes towards high-quality life insurance subject-matters with advantageous orientation.
 - **Strategy 2: Attach importance to the leading property insurers which tend to maintain their advantageous positions.** The valuation of property insurance subject-matters and its ROE are significantly affected by the underwriting profit margin. The leading companies are expected to keep their advantages.
 - **Key companies recommended: AIA, China Ping An, CPIC, and PICC P&C.** AIA, Ping An and CPIC all benefit from the long-term deposit policy sales; AIA is the biggest beneficiary of the medium and high-end life insurance market, followed by Ping An; CPIC benefits from its recent emphasis on talents, governance and health care industries. PICC P&C maintains its leading position in property insurance market with room for further growth.

Potential risks: 1). Fluctuations in capital markets caused by macro economy change; 2). Growth of premium income fall below expectation; 3). Policy changes in China's insurance industry; 4). Operation risk of insurance companies.

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 2 -

目 录

1、年内行情回顾：港股保险板块跑输大盘	7 -
2、保险行业展望：人身险有结构性机遇，财险龙头强者恒强	8 -
2.1、人身险：重点关注长期储蓄型保单、中高端市场增长机遇	8 -
2.1.1、疫情之下行业弱复苏，大众市场及代理人渠道承压	8 -
2.1.2、压力之下具备结构性机遇	11 -
2.1.3、机遇一：长期储蓄型保单及养老产业链	13 -
2.1.4、机遇二：富裕群体的保险财富管理、中高端健康险及养老需求	20 -
2.1.5、渠道建设：代理人以质补量，银保渠道继续发展	27 -
2.2、财险：更关注综合成本率指标，龙头公司优势显著	31 -
2.2.1、保费：车险保费承压，非车业务驱动规模增长	31 -
2.2.2、承保利润率：龙头公司优于同业，且具备提升空间	33 -
2.3、投资：策略稳健，重仓价值股	35 -
2.3.1、大类资产配置风格稳健、久期缺口缩小、可操作空间充足	35 -
2.3.2、权益投资抱团价值股，举牌促进保险产业链建设	39 -
2.3.3、实际投资收益率高于精算假设	43 -
3、投资策略及重点公司推荐	44 -
3.1、保险股复盘：投资价值分析	44 -
3.2、投资策略：长线布局优质个股	47 -
3.3、重点公司推荐：友邦保险、中国平安、中国太保、中国财险	48 -
3.3.1、友邦保险（01299.HK）：中高端寿险标杆，受益中国市场开拓	48 -
3.3.2、中国平安（02318.HK）：长期内看好综合金融平台优势和寿险改革	49 -
3.3.3、中国太保（02601.HK）：长航计划落地，看好健康及养老业务布局	50 -
3.3.4、中国财险（02328.HK）：财险龙头，看好 ROE 表现及投资价值	52 -
4、行业估值	53 -
5、风险提示	55 -

图 表 目 录

图 1、 有关指数相对走势跟踪（2021.1.4-2021.6.8）	7 -
图 2、 保险板块各公司涨跌幅（2021.1.4-2021.6.8）	7 -
图 3、 中国保险行业发展展望	8 -
图 4、 中国人身险行业发展概况	8 -
图 5、 港股险企历年寿险健康险新业务价值	9 -
图 6、 港股险企历年寿险健康险新业务价值同比增速	9 -
图 7、 2021M1-4 险企人身险保费增速（月度累计）	9 -
图 8、 2021M1-4 险企人身险保费增速（单月度）	9 -
图 9、 人身险新单投保人年龄结构	10 -
图 10、 互联网健康险在互联网人身险中的占比提升	10 -
图 11、 人身险保费收入结构按销售渠道	10 -
图 12、 6 家上市险企代理人总规模及同比增速	10 -
图 13、 2018 年后险企历年代理人规模整体稳定或收缩	11 -
图 14、 各险企 2020 年代理人规模增速	11 -
图 15、 历年中国人身险保费同比增速波动情况及主要影响因素	11 -
图 16、 2000s 我国居民金融资产规模快速增长	12 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 3 -

图 17、	2000s 我国寿险业规模保费中分红险占比提升并占主导地位	12 -
图 18、	历年中国人身险大类险种保费结构	12 -
图 19、	2015-2017 年险企新业务价值大幅增长	12 -
图 20、	中国人身险发展机遇	13 -
图 21、	我国长期储蓄型保单及商业养老产业此前发展阻力及未来趋势	14 -
图 22、	70 个大中城市二手住宅价格指数：当月同比	15 -
图 23、	2019 年我国城镇居民资产以实物资产为主	15 -
图 24、	美国居民资产配置结构	15 -
图 25、	日本居民资产配置结构	15 -
图 26、	平安寿险健康险新业务价值率	16 -
图 27、	平安寿险健康险新业务价值增速	16 -
图 28、	中国整体及高净值客群可投资资产规模	20 -
图 29、	中国高净值个人人均可投资资产额	20 -
图 30、	中国高净值个人数量及同比增速	21 -
图 31、	财富安全和保值是高净值人群财富管理主要目标	21 -
图 32、	中国香港的内地访客个人寿险新单保费规模	21 -
图 33、	内地访客个人寿险新单保费险种结构	21 -
图 34、	内地访客个人寿险趸交新单的件均保费	21 -
图 35、	内地访客个人寿险期交新单的年件均保费	21 -
图 36、	友邦保险中国内地年内原保费 Top5 产品	23 -
图 37、	友邦保险的保险金信托 1.0 及 2.0	23 -
图 38、	中国人均卫生费用持续走高	23 -
图 39、	2018 年中美德英日医疗费用资金来源结构	23 -
图 40、	友邦保险的医疗直付合作医院分布	25 -
图 41、	中国平安的医疗直付合作医院分布	25 -
图 42、	万欣和医疗直付合作险企	26 -
图 43、	中国内地寿险保费渠道结构	28 -
图 44、	中国香港个人寿险新单保费渠道结构	28 -
图 45、	2018 年部分欧洲国家寿险保费渠道结构	28 -
图 46、	美国寿险保费渠道结构	28 -
图 47、	友邦百万圆桌会议会员人数及同比增速	29 -
图 48、	2020 年百万圆桌会议会员跨国公司前十	29 -
图 49、	银保渠道人身险业务原保费收入及同比增速	30 -
图 50、	2020 年银保人身险业务保费收入构成	30 -
图 51、	各险企银保渠道人身险保费	30 -
图 52、	各险企银保渠道人身险期缴新单保费	30 -
图 53、	2021Q1 全国财险公司保费同比增速按险种	31 -
图 54、	全国财险公司保费结构按险种	31 -
图 55、	上市险企财险保费收入	32 -
图 56、	上市险企财险市占率	32 -
图 57、	上市险企车险保费收入	32 -
图 58、	上市险企非车险保费收入	32 -
图 59、	新车销量及同比增速	32 -
图 60、	新车销量月度同比增速	32 -
图 61、	中国财险历年综合成本率	34 -
图 62、	平安产险历年综合成本率	34 -
图 63、	美国财险行业历年综合成本率	35 -
图 64、	美国财险行业历年承保利润率及投资收益率	35 -
图 65、	美国及欧洲龙头财险公司 2020 年财险保费	35 -
图 66、	美国及欧洲财险公司 2018-2020 年 COR 均值	35 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 4 -

图 67、	历年保险行业投资资产规模	- 36 -
图 68、	历年保险行业投资资产结构	- 36 -
图 69、	险企投资资产规模	- 36 -
图 70、	2020 年险企投资资产规模增速	- 36 -
图 71、	主要险企历年固定收益类投资占比	- 36 -
图 72、	主要险企历年权益类投资（含长期股权）占比	- 36 -
图 73、	长期地方政府债发行规模 2021Q1 减少、Q2 回升	- 37 -
图 74、	10 年期及以上国债发行规模	- 37 -
图 75、	2019 年 OECD 国家养老金资产配置	- 38 -
图 76、	2019 年主要国家或地区养老金海外投资占比	- 38 -
图 77、	OECD 国家养老金资产配置	- 39 -
图 78、	2019 年各国养老金资产实际投资回报率	- 39 -
图 79、	2010 至今险资持仓 A 股股票规模	- 39 -
图 80、	险资持仓 A 股股票规模分季度	- 39 -
图 81、	2010 至今险资持仓行业结构	- 40 -
图 82、	2010 至今险资持仓银行、地产、非银金融比例	- 40 -
图 83、	险企保险资金总投资收益	- 43 -
图 84、	险企保险资金总投资收益率	- 43 -
图 85、	2017 年以后中国平安股价走势开始独立于大盘	- 44 -
图 86、	友邦保险股价走势独立	- 44 -
图 87、	内资寿险标的股价走势与长端利率高度趋同	- 44 -
图 88、	2019 年后内资寿险标的股价走势明显跑输大盘	- 44 -
图 89、	内资险企 PEV 估值水平走低	- 45 -
图 90、	友邦、平安 PEV 估值水平高于同业	- 45 -
图 91、	中国财险、人保集团股价及大盘走势	- 45 -
图 92、	中国财险、人保集团 PB 估值水平走低	- 45 -
图 93、	众安在线股价走势与恒生科技指数趋同	- 46 -
图 94、	众安在线 PS 估值走势	- 46 -
图 95、	MDRT 成员数跨国机构 Top10（截至 2020.7.1）	- 49 -
图 96、	友邦保险新业务价值率	- 49 -
图 97、	友邦保险新业务价值及同比增速	- 49 -
图 98、	友邦保险单季度新业务价值及同比增速	- 49 -
图 99、	平安单季度新业务价值率	- 50 -
图 100、	平安单季度新业务价值	- 50 -
图 101、	太保寿险保险业务收入及同比增速	- 51 -
图 102、	太保产险保险业务收入及同比增速	- 51 -
图 103、	中国财险保险业务收入及同比增速	- 52 -
图 104、	中国财险历年综合成本率	- 52 -
图 105、	中国平安历年 PEV 水平	- 53 -
图 106、	中国太保历年 PEV 水平	- 53 -
图 107、	中国人寿历年 PEV 水平	- 54 -
图 108、	新华保险历年 PEV 水平	- 54 -
图 109、	中国太平历年 PEV 水平	- 54 -
图 110、	友邦保险历年 PEV 水平	- 54 -
图 111、	中国财险及中国人民保险集团历年 PB 水平	- 54 -
图 112、	众安在线 PS 水平	- 54 -
表 1、	保险公司 A/H 股股价对比（截至 2021.6.8）	- 7 -
表 2、	中国长期储蓄型保单及商业养老产业链发展前景驱动因素分析	- 13 -
表 3、	平安、新华、太平、泰康养老年金产品对比	- 16 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 5 -

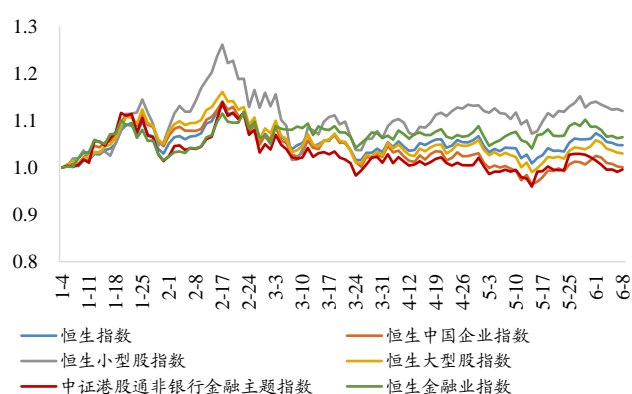
表 4、各险企在养老社区方面的项目投入（截至 2021.6.8）	18 -
表 5、中国太保的养老社区项目布局	19 -
表 6、上市险企保险财富管理业务布局	22 -
表 7、上市险企保险与医疗结构的战略合作	24 -
表 8、和睦家概况	24 -
表 9、中国健康管理政策梳理	26 -
表 10、主要险企“健康保险+健康管理+医疗服务”产业链布局	27 -
表 11、关于农险的重要文件	33 -
表 12、险资持仓额度前 50 名 A 股标的（截至 2021.3.31）	40 -
表 13、上市险企举牌上市公司历史情况	42 -
表 14、港股保险公司历年股价涨跌幅（截至 2021.6.8）（单位：%）	46 -
表 15、友邦保险主要财务指标	48 -
表 16、中国平安主要财务指标	49 -
表 17、中国太保主要财务指标	50 -
表 18、中国财险主要财务指标	52 -
表 19、保险行业估值表	53 -

报告正文

1、年内行情回顾：港股保险板块跑输大盘

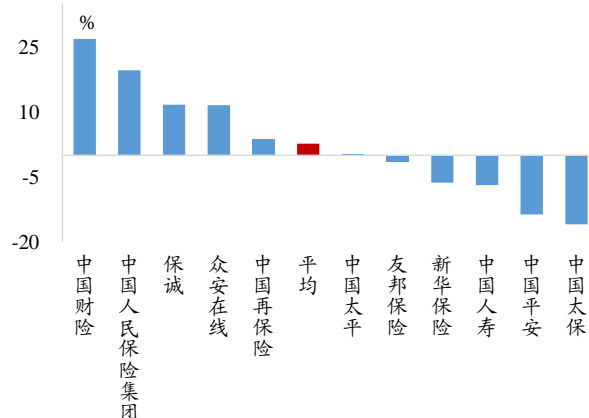
港股保险板块跑输大盘，中国财险估值修复，内资寿险标的股价走低，A-H 股溢价幅度持续处于高位。年内（2021.1.4-2021.6.8），恒生指数上涨 5.69%，港股保险公司股价平均上涨 2.67%，其中内资险企平均上涨 2.14%，跑输大盘。个股方面，中国财险领涨，系因 2021Q1 车险综合成本率低于市场预期，也即受车险综合改革改革的负面影响好于预期，估值有所修复。内资寿险标的股价整体下滑，一是年初销售高点后，寿险新单销售承压，承保端复苏低于市场预期；二是资本市场波动降低市场对险企投资端的预期。

图1、有关指数相对走势跟踪（2021.1.4-2021.6.8）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、保险板块各公司涨跌幅（2021.1.4-2021.6.8）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、保险公司 A/H 股股价对比（截至 2021.6.8）

代码	公司	年初 收盘价	当前 收盘价	年内 涨跌幅	年内换 手率	相对于恒生 指数涨跌幅	相对于恒生金 融指数涨跌幅	年初 A-H 股溢价	当前 A-H 股溢价
		(港元)	(港元)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
02318.HK	中国平安	94.30	81.40	-13.68	0.54	-19.37	-20.55	6.60	4.78
01336.HK	新华保险	30.20	28.30	-6.29	1.01	-11.98	-13.16	54.90	52.73
02601.HK	中国太保	32.00	26.90	-15.94	0.74	-21.63	-22.81	29.61	35.40
02628.HK	中国人寿	17.10	15.92	-6.90	0.99	-12.59	-13.77	61.87	63.12
01339.HK	中国人民保险集团	2.45	2.93	19.59	0.95	13.90	12.72	68.20	60.63
06060.HK	众安在线	36.65	40.90	11.60	0.69	5.90	4.73	N/A	N/A
00966.HK	中国太平	14.02	14.06	0.29	0.23	-5.41	-6.58	N/A	N/A
02328.HK	中国财险	5.88	7.46	26.87	0.82	21.18	20.00	N/A	N/A
01508.HK	中国再保险	0.81	0.84	3.70	0.42	-1.99	-3.16	N/A	N/A
01299.HK	友邦保险	98.55	97.00	-1.57	0.43	-7.27	-8.44	N/A	N/A
02378.HK	保诚	144.00	160.80	11.67	0.00	5.97	4.80	N/A	N/A
平均				2.67					

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 7 -

2、保险行业展望：人身险有结构性机遇，财险龙头强者恒强

2021H2 及未来保险行业动向展望：关注人身险行业的结构性机遇以及龙头财险公司的业绩表现。

图3、中国保险行业发展展望

人身险	长期储蓄型保单和中高端市场有机遇；代理人以质补量
财险	非车险驱动保费，龙头公司COR持续优于同业，强者恒强
投资	权益资产占比可提升空间大，举牌优质标的以配合主业

资料来源：兴业证券经济与金融研究院绘制

2.1、人身险：重点关注长期储蓄型保单、中高端市场增长机遇

图4、中国人身险行业发展概况

挑战	2018年以来我国人身险NBV承压，主要是大众市场及代理人渠道承压
经验	参照此前我国人身险转型经验，市场需求变化是核心驱动力
机遇一	人口生命周期维度：长期储蓄型保单及养老产业链
机遇二	客群财富维度：富裕群体的保险财富管理、中高端健康险及养老需求
渠道	代理人高素质转型，对接中高端市场；银保回暖，适销储蓄型保单

资料来源：兴业证券经济与金融研究院绘制

2.1.1、疫情之下行业弱复苏，大众市场及代理人渠道承压

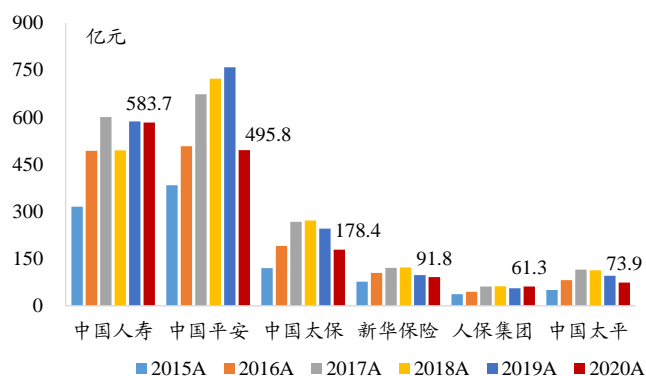
2018 年以来我国人身险 NBV 承压。2018 年以来，主要内资险企 NBV 低增长或负增长，国寿、平安、太保、太平、新华、人保 6 家公司 2018 至 2020 年 NBV 总和的同比增速依次为-2.8%、3.1%、-19.4%，其中 2020 年受疫情负面影响较大。2021Q1，在开门红力度加大、首月旧重疾险销售窗口驱动下，主要险企期缴新单保费提升；其中，太保代理人渠道期缴新单保费同比+49.5%，平安用于计算 NBV 的新单保费同比+23.1%，新华、人保、国寿的期缴新单保费分别同比+29.2%、+2.8%、-10.2%；平安及国寿披露 2021Q1 的 NBV 数据，分别同比+15.4%、-13.2%。2021 年 3、4 月新单保费继续承压，总保费增速回落。短期因素是年初销售高点

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 8 -

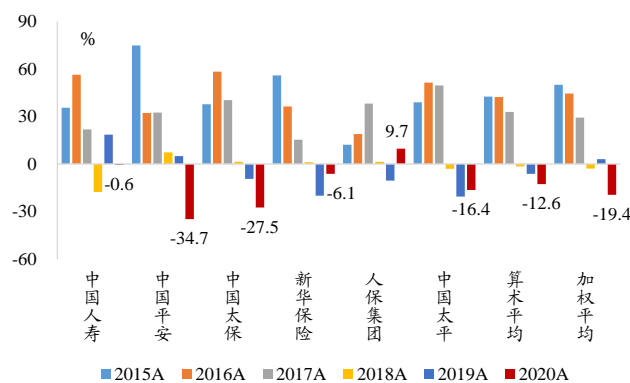
对于需求端的提前消耗、代理人队伍休整、疫情的持续性影响；长期因素是客群结构变迁、渠道承压。

图5、港股险企历年寿险健康险新业务价值



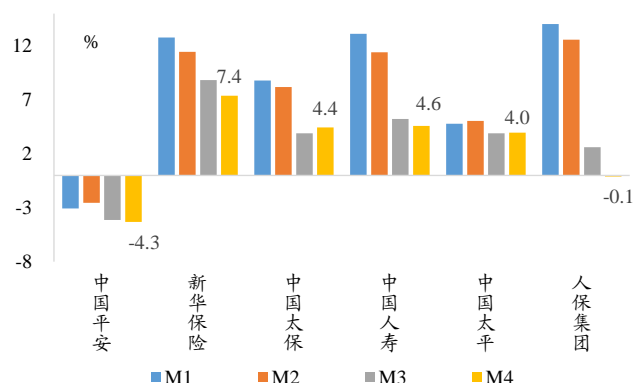
资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、港股险企历年寿险健康险新业务价值同比增速



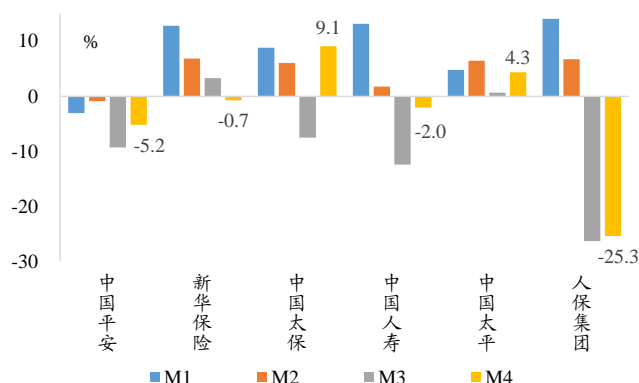
资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、2021M1-4 险企人身险保费增速（月度累计）



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、2021M1-4 险企人身险保费增速（单月度）



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

客群方面，年龄迭代改变投保人画像，线上平台抢占客户，大众客群市场被挤占。

1) 从投保人年龄层面看，80、90后逐步成为投保主力。据《中国保险消费者白皮书（2018版）》，2017年我国保险投保人群年龄结构为：31-40岁（29.7%）> 41-50岁（21.8%）> 25-30岁（21.4%）；据《城市新中产保险消费生态报告——80、90后的人物保险画像分析》，2019年平安人寿的人身险新单保费中的80、90后投保人占比达到48.9%（其中80后41.6%、90后7.3%）。当前80、90后逐步成为购险主力，保险意识提升，信息获取渠道增加，善用网络、社交平台、新媒体公众号等方式获取产品信息及比价。2) 从客群财富维度看，大众客群市场空间被挤占。一是保险意识提升使居民对费用报销型健康险尤其是互联网医疗险产品接受度提高，互联网大病互助计划、惠民保、百万医疗险等对重疾险产品有一定替代效果；二是大众客户价格敏感性高，线上比价平台降低了产品信息不对称程度，压缩了险企超额定价空间。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图9、人身险新单投保人年龄结构

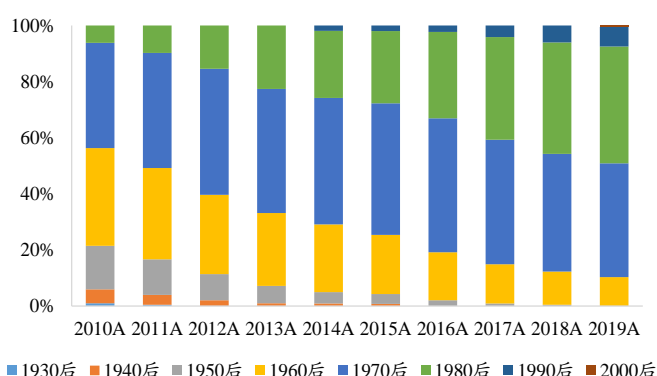
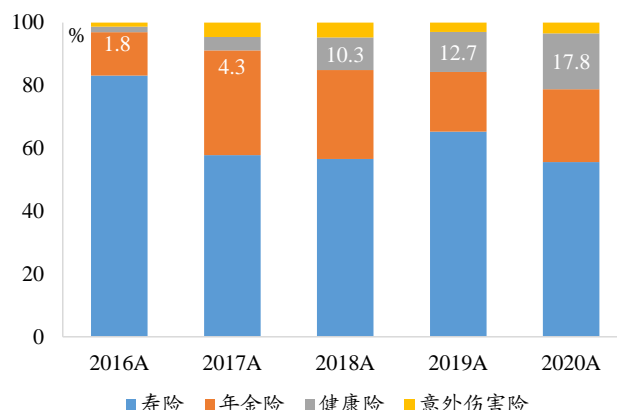


图10、互联网健康险在互联网人身险中的占比提升

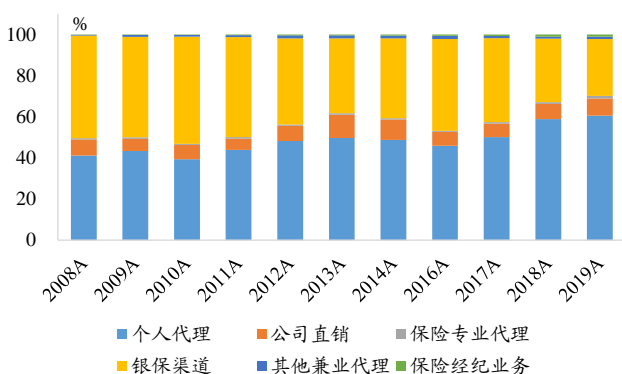


资料来源：复旦大学&平安人寿《城市新中产保险消费生态报告——80、90后的人物保险画像分析》，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：中保协，兴业证券经济与金融研究院整理

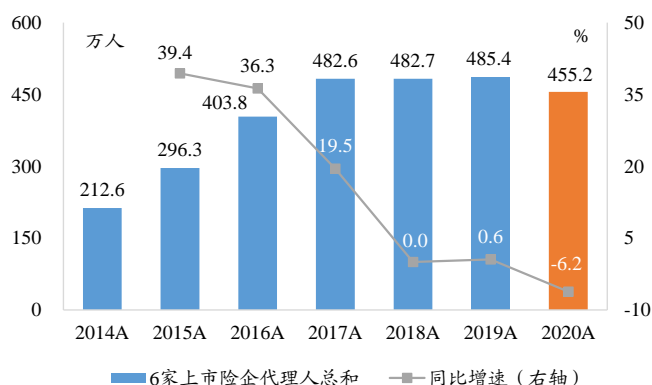
渠道方面，代理人规模及产能承压。我国寿险销售以代理人渠道和银保渠道为主，前者是新业务价值的核心贡献渠道。**近年代理人规模及产能承压。**平安、国寿、新华、太保、人保、太平6家险企截至2017-2020年底的代理人总人数依次为482.6万、482.7万、485.4万、455.2万，稳中有降；且代理人2020年人均产能双位数下滑。一是目前普通代理人销售返还型重疾险产品的难度加大。二是替代性岗位兴起使普通代理人岗位的吸引力下降；2020年平安代理人人均月收入同比下降8.2%至5,793元，甚至低于2016年的6,016元。快递员、外卖骑手、短视频主播等新业态职位有替代效果。三是代理人岗位吸引力下降进一步导致招募难度加大、高价值率产品的销售难度提升。

图11、人身险保费收入结构按销售渠道



资料来源：保险年鉴，兴业证券经济与金融研究院整理

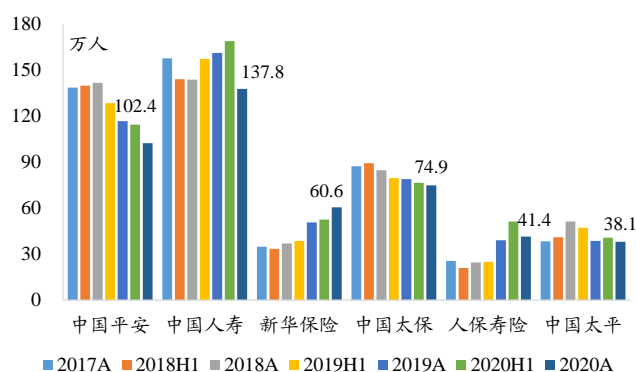
图12、6家上市险企代理人总规模及同比增速



资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

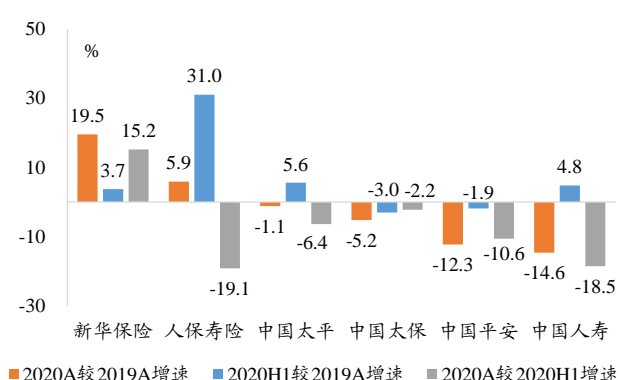
*注：6家上市险企包括平安、国寿、太保、太平、新华、人保

图13、2018年后险企历年代理人规模整体稳定或收缩



资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、各险企2020年代理人规模增速



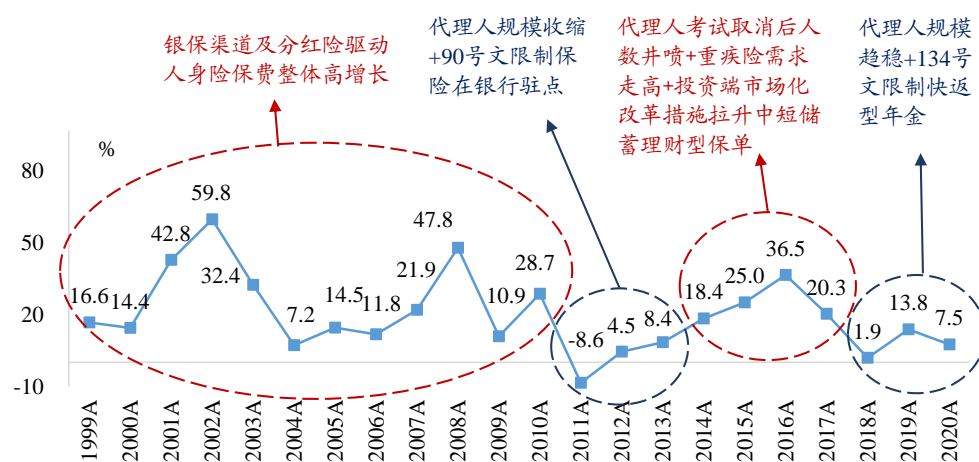
资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1.2、压力之下具备结构性机遇

参照历史经验，市场需求变化是人身险行业转型的核心驱动力，监管政策有催化效果。

1) 转型一：21 世纪初，从传统险和代理人渠道转型分红险和银保渠道。直接诱因是 1999 年 6 月人身险预定利率统一为 2.5%（此前最高可达 7% 以上），传统寿险保单吸引力下降；险企推出分红险为首的新型寿险，并配套银保渠道建设。彼时我国经济高速发展、社会财富快速积累、整体人口年龄较年轻，分红险及银保渠道较好满足了居民中短期投资理财诉求。2000-2002 年，分红险占比从 0.9% 提升至 54.1%，此后长期占主导；相应地，银保渠道占比升至 2008-2010 年的 50% 左右。

图15、历年中国人身险保费同比增速波动情况及主要影响因素

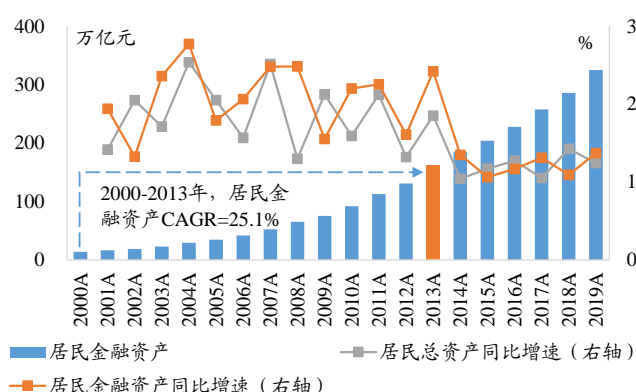


资料来源：银保监会、保险年鉴，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

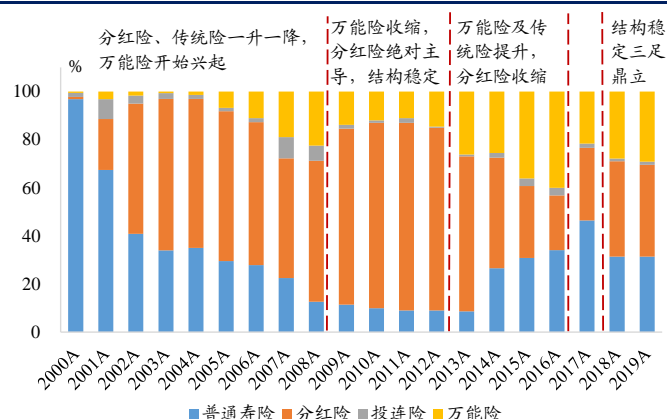
- 11 -

图16、2000s 我国居民金融资产规模快速增长



资料来源：中国社科院，兴业证券经济与金融研究院整理

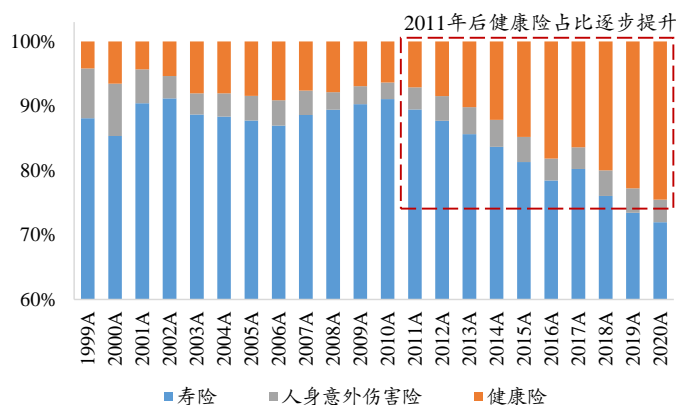
图17、2000s 我国寿险业规模保费中分红险占比提升并占主导地位



资料来源：银保监会、保险年鉴，兴业证券经济与金融研究院整理

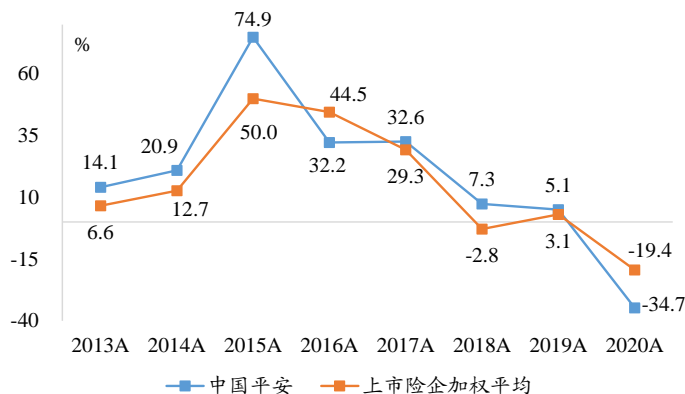
2) 第二次转型：2013年后，中短储蓄型保单继续拉升保费规模，但NBV增长主要由重疾险驱动，代理人规模井喷。产品方面，费率市场化，重疾险保障需求兴起。彼时社会医疗支出持续走高，平均年龄提升，因病误工的机会成本走高，重疾险保障缺口较大。平安率先推出绑定重疾与终身保障功能的拳头产品平安福，受市场青睐，其他险企效仿；重疾险产品价值率高，成为险企新业务价值的主要增长点。渠道方面，银保渠道监管趋严，2010年险企驻银行网点撤销；2015年代理人考试取消使规模人力井喷，2017年底的代理人规模较2013年底增长178.3%。同时，重疾险产品较复杂，适合代理人线下销售，中短期年金及万能险产品的单价较高，代理人易将社会关系资源变现为较高的佣金收入；该渠道超越银保而再次居首，并作为NBV核心渠道来源。2013-2017年，人身险保费CAGR达24.8%；且由于重疾险产品价值率更高，各家险企新业务价值率提升，2015-2017年NBV大幅正增长。

图18、历年中国人身险大类险种保费结构



资料来源：银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、2015-2017年险企新业务价值大幅增长



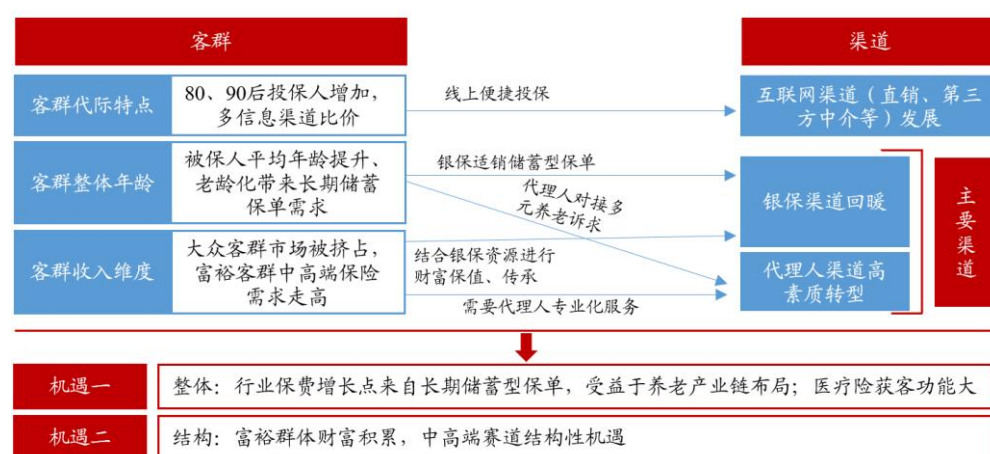
资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 12 -

从市场需求出发，当下人身险行业的结构性机遇：1）长期储蓄型保单。从客群生命周期维度看，我国社会平均人口年龄提升，2020 年达 38.8 岁，同期 65 周岁以上人口占比 13.5%；未来 20 年处于人口加速老龄化时期；我们认为社会对于人身险在长期储蓄方面的诉求将加大，长期年金（包括养老年金）发展空间大。2）中高端寿险需求。从客群财富维度看，中高端市场空间足，人身险将受益于富裕群体持续扩充的资产规模。富裕群体及高净值客户的客单价值高、价格敏感性低、品牌粘性强、重视服务品质并愿意为此支付溢价；而险企可给该群体提供跨周期风险管理、避险资产配置，具体可提供医疗、养老、资产保值增值的保险产品及配套服务，契合目标客群需求。

图20、中国人身险发展机遇



资料来源：兴业证券经济与金融研究院绘制

2.1.3、机遇一：长期储蓄型保单及养老产业链

我国长期储蓄型保单及商业养老产业链长期成长前景广阔。这是由于：1）人口老龄化带来刚需；2）三支柱体系需要第三支柱补位，政策鼓励，税延商业养老保险、专属商业养老保险试点积累经验；3）盈利动机驱动险企发力；4）此前长期年金及商业养老发展的制约因素（收入水平、房地产替代、机会成本、账户制缺失）减弱，产品竞争力增强。

表 2、中国长期储蓄型保单及商业养老产业链发展前景驱动因素分析

视角	要素	分析
总需求	人口加速老龄化，养老金需求旺盛	七普数据显示，截至 2020 年底，中国 65 岁及以上人口占 13.5%，老年抚养比 19.7%；联合国预测 2035 年左右分别突破 20%、30%。
三支柱体系	需要第三支柱补位，政策鼓励，试点积攒经验	<p>1) 三支柱体系需要商业养老保险补位：第一支柱带来财政负担，且城乡基本养老保险待遇低（2019 年平均 169.1 元/人/月）；企业年金覆盖率低（2020Q3 末仅 5.94%）且难提升，系因 80% 以上城镇就业人口在中小企业且企业税负较重；职业年金仅适用机关事业单位人员，惠及人口上限小于 4,000 万。</p> <p>2) 政策鼓励：政府部门及行业协会关切第三支柱长期规划、制度设计、产品形态及试点。</p> <p>3) 两项试点落地：一是 2018 年 5 月税延养老保险试点，标志我国第三支柱落地。试点以税收优惠刺激投保，采取 EET 模式，优惠力度不足、手续繁琐导致效果不及预期（试点首年</p>

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

险企动机	盈利动机驱动险企发力“长期年金+养老社区+养老服务”商业养老产业链	<p>的保费不足2亿元)。二是专属商业养老保险试点2021年6月1日起在浙江(含宁波)和重庆落地,特点在于积累期收益模式及交费灵活、鼓励灵活就业人群参与。</p> <p>1) 长期年金(含养老年金)利好承保规模及效率。</p> <p>2) 产业链进行价值深挖。一是养老不动产分散投资风险、拉长久期、收益率高于长期国债;二是围绕客户全生命周期形成闭环,利于提高客均养老消费额。</p> <p>3) 可触达多层次客群。养老年金(大众+中产+高净值客户)、养老社区、高端医疗及照护(中产+高净值)。</p>
	产品竞争力	商业养老保险的发展阻力下降,产品竞争力增强

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

图21、我国长期储蓄型保单及商业养老产业此前发展阻力及未来趋势

因素	此前长期储蓄型保单&商业养老产业发展阻力	未来趋势利好商业养老产业
收入水平制约效应减弱	长期储蓄型保单的总缴费额可达十万、百万元级别;收入水平制约了购买行为	2020年人均GDP为72,447元。未来人均GDP及可支配收入提升,居民长期储蓄保单、商业养老险的购买力将提升
房产替代效应减弱	城镇化带来商业住宅刚需;居民资产配置中房地产占比高,且此前房价持续上涨、投资收益率较高,一定程度替代长期储蓄型保单、商业养老险	2017年以来“房住不炒”政策下,房价趋稳,市场形成稳房价预期;2019年保险在我国居民资产配置中仅占1.3%,未来提升空间足
产品相对收益提升	此前较高通胀及利率环境下,长期储蓄型保单对现金流进行长期锁定带来了较高的机会成本,相对收益不足	长期储蓄型保单、商业养老保险的长久期、保底收益属性在去刚兑、利率下行大背景下具备比较优势;险企权益投资比例提升利于抬高年金产品的实际回报率
账户制将落地建立	第三支柱个人账户制度未正式建立,资金价值在不同类型养老产品之间转移不便,降低体验感	中保协、人社部等提出建立商业养老保险账户制,落地实施后利好第三支柱

资料来源:兴业证券经济与金融研究院绘制

长期年金及商业养老保险的发展阻力下降、产品竞争力增强:

- 居民收入水平提升,寿险购买意愿及购买力提升。
- 住房对长期年金及商业养老保险的替代效果减弱。房地产及养老年金均具备周期长、流动性稍弱、收益相对稳健等特征,可满足居民养老储蓄需求。2017年以来国内坚持“房住不炒”和“因城施策”的主基调,主要城市二手住宅价格的当月同比涨幅在10%以内。2019年我国居民资产中的保险及养老金资产占比仅为1.3%,远低于美国的22.8%、日本的17.5%。
- 市场形成利率下行预期,长期年金竞争力提升。在此前较高通胀、较高利率水平下,长期年金对现金流进行长期锁定带来了较高的机会成本,投资者倾向于购买银行理财或者中短期年金。但在利率下行大背景下,长期年金、商业养老保险的长久期、保底收益属性使之竞争力提升;险企权益投资比例提升利于抬高产品实际回报率。
- 或进行第三支柱账户制建设,商业养老产品灵活度提升、转移成本下降。借鉴美国经验,第三支柱的发展在制度层面上有税收优惠、个人账户制、市场化投资运营三大驱动力,我国的主要不足在于未建立账户制,其次是税收优

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

惠覆盖人群有限。相对于产品制，账户制的优点一是个体的产品选择、转换及待遇领取便利程度更高；二是账户信息搜集及宏观监管的成本更低；三是账户实现了资金流与现金流的统一，有助于第二、三支柱间的转移、打通，促进三支柱体系的完善。2020年11月20日，中保协发布《中国养老金第三支柱研究报告》，提出2021-2024年聚焦账户体系建设、养老金企业专项政策设立。2021年2月26日，人社部提出建立账户制、国家财政税收支持、资金市场化投资运营的个人养老金制度。当前政策导向之下，第三支柱账户制度或将落地建设，利好商业养老产业。

图22、70个大中城市二手住宅价格指数：当月同比

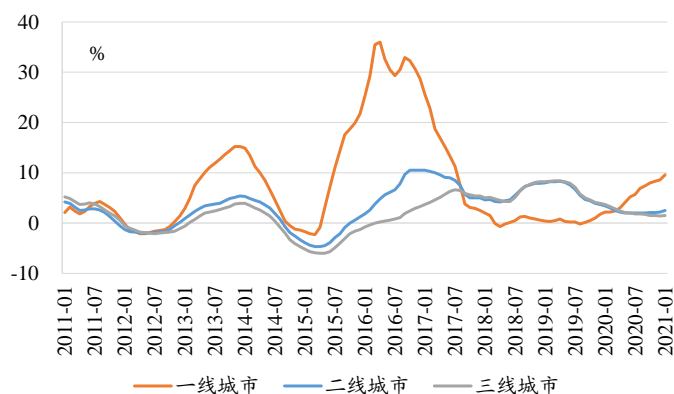
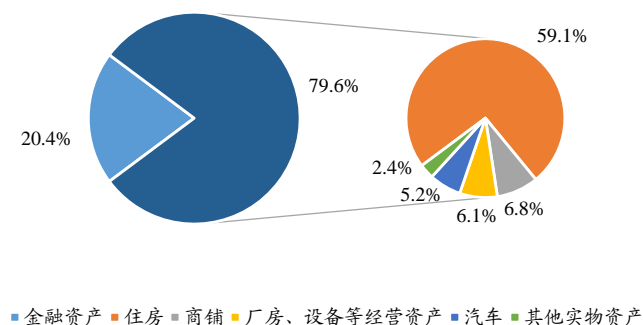


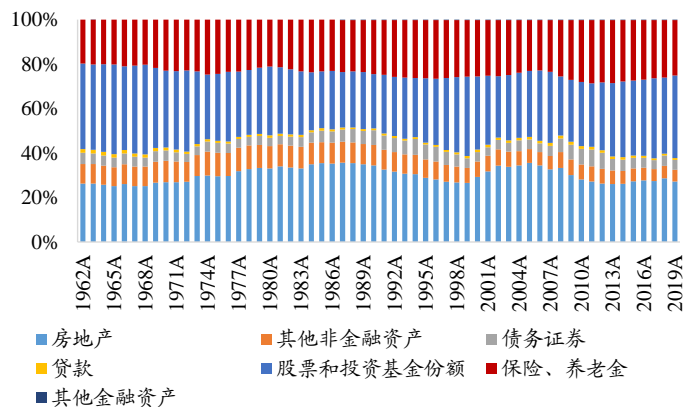
图23、2019年我国城镇居民资产以实物资产为主



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

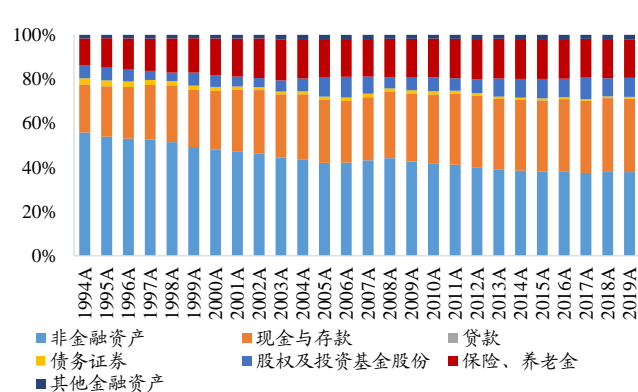
资料来源：中国人民银行调查统计司《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、美国居民资产配置结构



资料来源：U.S. Bureau of Economic Analysis，兴业证券经济与金融研究院整理

图25、日本居民资产配置结构



资料来源：Bank of Japan，兴业证券经济与金融研究院整理

看好上市险企长期储蓄型产品及商业养老产业链布局：平安、太保、国寿、太平等均已布局“长期年金+养老社区+长期护理”产业链，上市险企具备先发优势。

一是销售长期年金（含养老年金）等长期储蓄型保单。长期储蓄型产品价值率较高。以平安为例，其2020年代理人渠道销售的长期保障型产品（包括终身寿险、定期寿险、疾病险、长期意外险等）新业务价值率为96.0%，长交保障储蓄混合型产品（交费期为10年及以上的两全险、年金险等）为55.6%，而短交保障储蓄

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

混合型为 18.8%。长期储蓄型产品的价值率虽低于长期保障型，但显著高于中短期储蓄型产品。险企养老年金产品呈现差异化竞争格局，采取万能账户增值、对接养老社区、保单高比例低利率贷款、分红等方式吸引客户。其中，平安于 2020 年 5 月 1 日推出安之心养老年金（万能型），提供养老年金和身故双重保障，年金领取时间在国家法定退休年龄之后，男性、女性分别需要在 60 周岁和 55 周岁后领取；1,000 元起投；享有万能险账户收益保底、动态增值，保证年利率为 2.5%；领取方式多样，支持定额年领、定额月领，可部分领取；可指定身故受益人的顺序和比例，实现账户价值的精准传承。由于该产品投保简便、交费灵活、收益稳健、领取方式灵活，截至 2021 年 1 月底，累计保费突破 100 亿元。2017-2020 年，平安代理人渠道长期保障型、短交保障储蓄混合型保单的新业务价值均呈下滑态势，但长交保障储蓄混合型产品则上升，NBV 年复合增速为 12.0%，其中 2020 年疫情之下亦同比增长 9.3%。

图26、平安寿险健康险新业务价值率

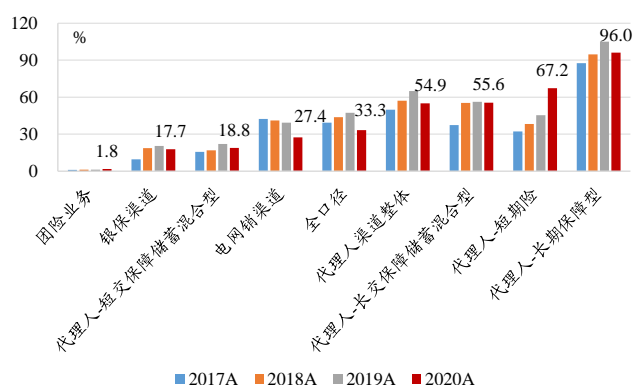
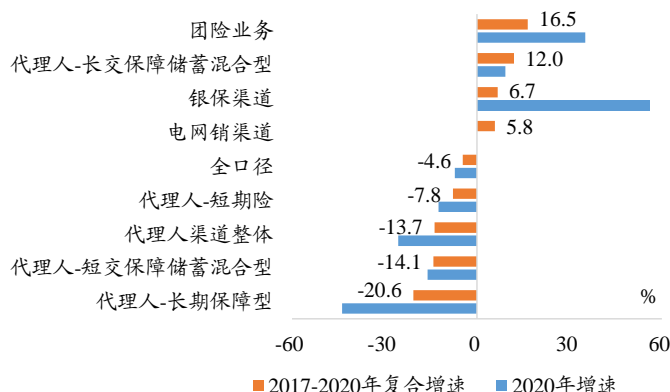


图27、平安寿险健康险新业务价值增速



资料来源：中国平安财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：中国平安财报，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、平安、新华、太平、泰康养老年金产品对比

公司	中国平安	新华保险	中国太平	泰康人寿
产品名称	安之心养老年金（万能型）	尊逸人生养老年金	悦享金生 2017 养老年金（分红型）	松鹤相伴养老年金
投保年龄	28 天-76 周岁	30 天-66 周岁	28 天-65 周岁	1 周岁-60 周岁
缴费方式	趸交/年交/月交	趸交/3/5/10/20 年	趸交/期交（按合同约定）	趸交/年交/半年交/月交
保险期间	终身	终身	终身	终身
保险责任	1) 养老年金：女性年满 55 周岁/男性年满 60 周岁，若无约定，年领按首次领取时账户价值的 12% 给付，月领按 1% 给付； 2) 身故或全残：保险期间身故或全残，给付 max（已交保费-累计申请部分领取的金额-已领取养老金，保单账户价值）； 3) 手续费：前 5 年有手续费，从第 6 年开	1) 养老年金：开始领取年龄分为 55、60、65、70 周岁四种。每个养老金领取日给付 10% 基本保额至终身。前 20 次为保证领取时间；若被保人在保证领取时间内身故，公司向受益人一次性给付应领未领的保证领取养老年金； 2) 身故保险金：首次养老年金领取日前身故，给付 max（已交保费，现金价值）；	1) 养老年金：开始领取年龄分为 55、60、65、70 周岁四种。每个养老金领取日给付 10% *（基本保额+累积红利保额）至终身。前 21 年为保证给付期；若被保人在保证领取时间内身故，公司向受益人给付养老年金； 2) 身故保险金：被保人在预定领取年龄后的首个保单周年日之前身故，给付已交保费与现金价值较大者； 3) 保费豁免：投保人 65 周岁前发生意外事故，并因此	1) 开始领取年金日前被保人身故：按已交保费本利和（年复利 2.5% 计息）给付身故保险金； 2) 养老年金：从约定的领取年金日开始，每年给付约定年金额。前 10 年为固定年金期间；若被保人在固定年金期间内身故，公司向受益人一次性给付应领未领的固定年

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

始免手续费;	3) 保费豁免: 投保人意外伤害身故或意外伤害身体全残, 且事发时年龄已满 18 周岁未	全残或身故, 豁免剩余期限的保费(身故豁免保费仅限于投保人与被保人不是同一人的情况);	金期间养老年金。
4) 特色条款: 每个保单年度最多可免费转入 4 次公司指定的其他产品;	满 61 周岁, 可免交自投保人身故或被确定身体全残之日起的续期保险费;	4) 红利支付: 年度增额红利, 终了现金红利;	
5) 万能账户保底收益率 2.5%。	4) 保单贷款: 合同生效后至首次养老年金领取日之前, 最高 80% 保单现金价值净额贷款。	5) 保单贷款: 合同生效后至首次养老年金领取日之前, 最高 80% 保单现金价值净额贷款。	

资料来源: 各公司产品说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

二是长期护理保险。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。据国家医保局数据, 截至 2019 年 6 月 30 日, 15 个试点城市和山东、吉林 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。2020 年 9 月, 国家医保局、财政部联合发布《关于扩大长期护理保险制度试点的指导意见》, 新增天津等 14 个试点城市; 至此, 试点实际覆盖 49 个城市(含重点联系省下辖地级市)。目前, 人保、平安、太保、太平、新华、泰康等险企已实际开展该业务, 其中人保健康的长期护理险产品线较丰富, 目前有金生无忧个人护理保险、常无忧日常看护个人护理保险、医诊无忧日常看护个人护理保险(A 款)、健康一生个人护理保险(万能型, A 款)等 30 余款产品在售。2021 年 3 月 2 日, 人保集团董事长罗熹在银保监会国新办新闻发布会上提出, 2020 年人保承办长期护理保险项目 96 个, 保障人群达到 4,200 万人。据 2021 年 3 月 4 日央视网消息, 当期长期护理保险整体报销水平约 70%; 成都自 2021 年 1 月 1 日起基本医保参与人员均可免费申请长期护理保险, 重度失能人员最多可获得补助 903 元/月。

三是打造养老社区。自 2011 年开始, 泰康、平安、新华、太平、国寿、太保依次落地养老社区项目。主要险企养老社区的特点包括:

- **重资产自建模式为主, 轻资产合作共建模式为辅:** 泰康、太保、平安、国寿、新华主要以自有资金投资建设养老社区, 也即重资产模式; 太平的上海梧桐人家、三亚海棠人家为重资产自建模式, 另有上海快乐家园、云南古滇名城、大连一方颐景荟、北京当代时光里、宁波星健兰亭项目为第三方合作共建的轻资产模式。
- **定位中高端市场:** 定位与潜在消费客群相契合; 养老社区配套设施及服务齐全。
- **提供不同程度照护服务:** 考虑到不同身体状况长者的需求, 提供独立生活、协助生活、记忆照护、专业护理等不同照护程度的服务; 打造持续照料养老社区(CCRC)。
- **配套场所完善, 聚焦医疗资源:** 配套活动中心, 满足长者社交及多元活动需求; 通过自建康复医院或对接第三方医疗资源以满足长者医疗需求。
- **环境优美, 建筑设计适老化:** 城郊养老社区的选址一般在公园、湖泊、森林

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 17 -

等附近，园区内部的风雨长廊等设计方便长者出行；座椅、卫浴用品等设计均充分考虑长者实际需求。

- **入住资格与保单部分挂钩，养老社区收入来源包括入门费、房屋使用费、服务费等：**养老社区的入住资格一般包括两种，一是足额缴纳入门费及押金直接入住，后期可按一定比例返还（返还比例取决于入住时间，超过一定年限可全额返还）；二是通过购买对接的年金保单至一定保费规模（一般需要百万元级别）而获得入住资格，实行“年金+养老社区”捆绑营销。同时，入住后需要定期缴纳（如按月缴纳）房屋使用费、服务费等，费用浮动；人均月均费用一般高于1万元。

表 4、各险企在养老社区方面的项目投入（截至 2021.6.8）

保险 公司	开始投 入时间	项目	已拿地布局城市及概况
泰康 养老	2011 年	泰康之家	22 个城市：北京、上海、广州、三亚、苏州、成都、武汉、杭州、南昌、厦门、沈阳、长沙、南宁、宁波、合肥、深圳、重庆、南京、郑州、青岛、福州、温州。规划总地上建筑面积约 331 万平方米，可容纳约 5.5 万名老人，规划超 3.9 万个养老单元以及约 1,600 张医疗床位
中国 平安	2012 年	平安养生养 老综合服务 社区	1 个城市：浙江桐乡。总投资 170 亿元、总建筑面积约 150 万平方米，其中会员型养老公寓（只租不卖）建筑面积 30 万平方米
	2021 年	平安臻颐年	打造“平安臻颐年”康养品牌、高端产品线“颐年城”，“金融+医疗+康养”模式（自建项目）2 个城市：上海（梧桐人家）、三亚（海棠人家）。梧桐人家项目总投资 37 亿元，总建筑面积 38.4 万平方米，有 1,500 余套健康活力老年公寓和近 1,000 张康复护理床位，可为约 3,500 位老人服务
中国 太平	2014 年	太平乐享家	2 个城市：北京（莲花池尊享公寓、延庆颐享社区）、海南琼海（博鳌乐享社区）。莲花池尊享公寓建筑面积 24,000 平方米，设计床位约 360 张，配有面积约 1,500 平米的屋顶花园
新华 保险	2014 年	新华家园	6 个城市：苏州（雅境）、天津（乐境）、三亚（逸境）、北京（韵境）、深圳（福保社区颐康之家、康欣社区颐康之家）、琼海（博鳌项目）。2021 年 1 月，北京国寿养老产业投资基金成立，系国内规模最大的专注于养老产业的旗舰型股权投资基金；总规模 200 亿元，首期规模 100 亿元
中国 人寿	2015 年	国寿嘉园	7 个城市：成都（国际颐养社区）、大理（乐养社区）、杭州（国际颐养社区）、上海（东滩国际颐养中心、普陀国际康养社区）、厦门（国际颐养社区）、南京（国际颐养社区）、武汉（国际颐养社区）。另有北京项目即将落地建设
中国 太保	2018 年	太保家园	

资料来源：各公司官网及公告，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：太平的数据不包括养老社区合作共建项目

太保是目前养老社区布局最广的上市险企，其养老社区的开始落地时间稍晚（2018 年），但建设进度快，目前已有 8 个项目落地 7 个城市（成都、大理、杭州、上海、厦门、南京、武汉），另有北京项目即将落地，后续拟在山东、河南、广东、海南落地项目。截至 2021 年 2 月底，太保家园已投资社区计划开工面积 93.8 万平方米，储备房间 7,500 套，总储备床位超过 1.1 万张，位居行业第二（仅次于泰康）；截至 2020 年底，太保家园累计开工 51 万平方米，已开始建设 3,900 套公寓及 6,300 张床位。

太保养老社区的优势：1) 完善的产业链；2) 目标客群细分，满足多元需求。一是度假型国际乐养社区，定位 55 至 69 岁低龄老人的度假型产品，以旅行候鸟式养老业态为主；二是城郊型的国际颐养社区，定位 70 至 79 岁中龄老人的城郊型产品，以健康活力养老业态为主；三是城市型的国际康养社区，定位 80 岁以上高龄老人的城市型养护产品，以健康护理业态为主。3) 注重养老社区的经验引进及人才储备。2018 年 11 月，太保与国际知名康养机构法国欧葆庭合作投资设立太

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

平洋欧葆庭运营管理合资公司，引入国际领先的长者康护经验。2020年1月，太保与杭州医学院、成都医学院等重点医护院校达成战略合作协议，借此为太保养老社区输送专业养老服务人才。

整体来看，险企对养老社区的布局正处于前期投入阶段，当前盈利贡献少，但率先布局的公司获得先发优势，长期看将提升竞争优势及未来盈利空间。

表 5、中国太保的养老社区项目布局

社区类型	社区定位	项目定位	具体项目	规模	医疗配套	预期开业时间
(城市型) 康养社区	主要面向 80 岁以上高龄老人，设计开发城市型养护产品，以健康护理业态为主	集生活照料、康复保健、精神慰藉为一体的城市型高品质养老社区	上海普陀国际康养社区	位于上海市普陀区，建筑面积 1.7 万平方米	普陀中心医院、长征镇社区卫生服务中心	2022 年
(城郊型) 颐养社区	主要是面向 70 至 79 岁的中老年人，设计开发城郊型产品，以健康活力养老业态为主。	为独立生活、介助生活、专业护理（含记忆照料）三类长者服务	成都国际颐养社区	位于成都温江区，建筑面积 26.7 万平米，有 35、36、45、85、106 平米等不同户型	四川大学华西医院、成都市第五人民医院、金马镇公立卫生院等	2021 年
			杭州国际颐养社区	位于杭州临安区，建筑面积 19.1 万平方米	浙江省人民医院临安区院区、临安骨伤科医院等	2021 年
		滨海型高端颐养社区，为全国旅居长者及当地常住长者提供高品质服务	厦门国际颐养社区	位于厦门市环东海域板块，建筑面积 13.3 万平方米	厦门市环东海域医院、厦门医学院附属第二人民医院、厦门市第三医院	2021 年
		国际健康养老养生社区，全国中高端保险客户体验入住的示范性旗舰项目	上海东滩国际颐养中心	位于上海市崇明区，建筑面积 11.7 万平方米	上海交通大学医学院附属新华医院崇明分院	2024 年
		为自理型、专业护理型长者提供高品质服务	南京国际颐养社区	位于南京市仙林区，建筑面积 2.7 万平方米	仙林鼓楼医院、江苏省中医院（仙林分院）、南京市栖霞区医院等	2022 年
(旅居型) 乐养社区	主要是面向 55 至 69 岁的低龄老人，设计开发度假型产品，以旅行候鸟式养老业态为主	紧邻苍山国家地质公园，气候宜人，地处低纬高原，四季温差小，适合旅居养老	武汉国际颐养社区	位于武汉市汉阳区，规划建筑面积 13 万平方米	武汉中医医院汉阳院区、武汉亚心总医院	未披露
			大理乐养社区	建筑面积 5.7 万平方米，有 40、60、80 平米等不同户型	大理大学第一附属医院、大理市第一人民医院、大理南山医院	2021 年

资料来源：中国太保官网及公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至 2021 年 6 月 7 日，太保家园北京项目细节暂未披露，未在表内详细列示

2.1.4、机遇二：富裕群体的保险财富管理、中高端健康险及养老需求

商业保险可以满足富裕群体的财富保值及传承、中高端医疗、中高端养老需求。

● 保险财富管理

保险财富管理满足富裕群体“守富”需求：

- **高净值人群财富增长。**据招行与贝恩咨询测算，2020 年我国高净值人群（可投资资产 1,000 万元以上）的数量达 262 万人，人均可投资资产 3,209 万元，共持有可投资资产 84 万亿元。据 BCG 及中国建设银行测算，预期 2018-2023 年高净值个人可投资金融资产年复合增长 16.0%，较社会整体高出 5.8pcts。
- **人身险产品具备避险投资的安全属性，可满足高净值人群守富及传富需求。**创富一代逐渐老去，我国代际财富大规模传承；BCG 及中国建设银行调查数据显示，高净值人群财富管理的主要目标从创富转向守富和传富。保险产品兼具资产保全及稳健增值、医疗养老保障、子女教育金筹集、精准财富传承、税务筹划等功能，成为高净值人群财富管理的重要选择之一。
- **内地居民赴港购买大额保单佐证了高净值客群保险财富管理需求。**2009-2016 年，中国香港的内地访客个人寿险新单保费年复合增长 57.9% 至 727 亿元；终身寿险、万能寿险占比最高。2016-2020 年，内地访客个人寿险件均趸交保费始终高于 190 万港元，其中万能寿险在 600 万港元以上，主要满足高净值客群的大额保单需求；一是大额保单本身的财富保值及传承功能，二是香港美元保单的跨币种、跨区域资产配置功能。

图28、中国整体及高净值客群可投资资产规模

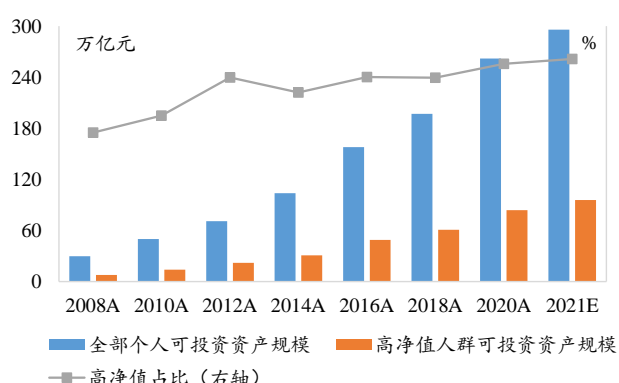
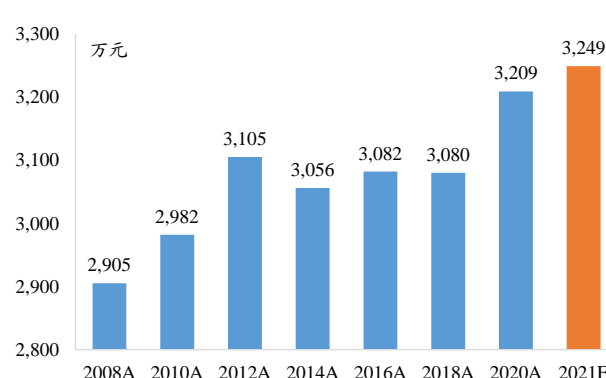


图29、中国高净值个人人均可投资资产额

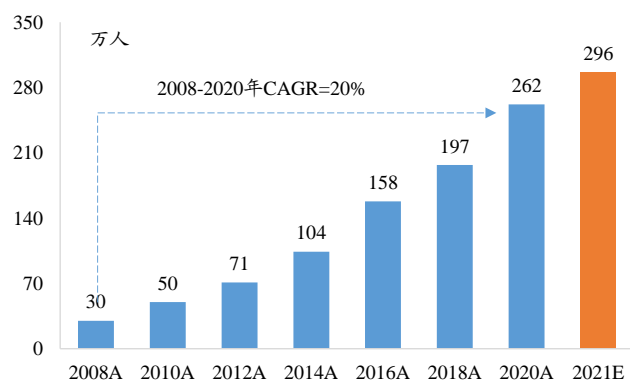


资料来源：招商银行&贝恩咨询《2021 年中国私人银行财富报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：本口径下的高净值客群门槛为可投资资产 1,000 万元以上

资料来源：招商银行&贝恩咨询《2021 年中国私人银行财富报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

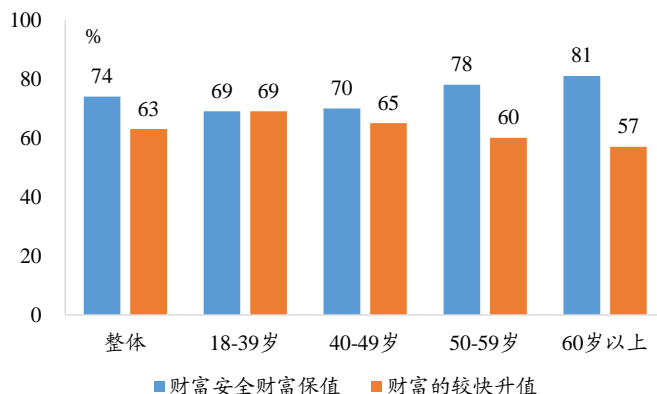
图30、中国高净值个人数量及同比增速



资料来源：招商银行&贝恩咨询《2021年中国私人银行财富报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：本口径下的高净值客群门槛为可投资资产1,000万元以上

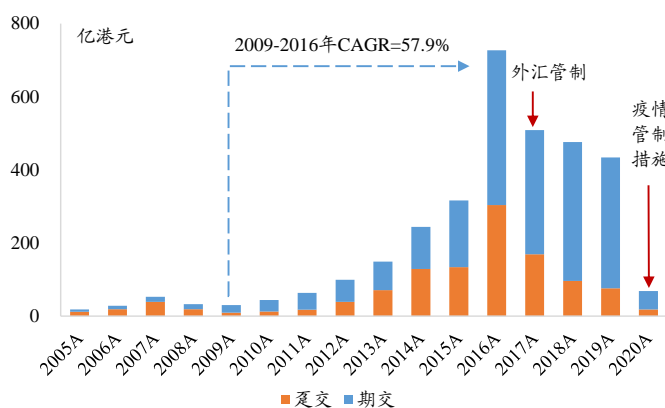
图31、财富安全和保值是高净值人群财富管理主要目标



资料来源：BCG&中国建设银行《中国私人银行 2019》，兴业证券经济与金融研究院整理

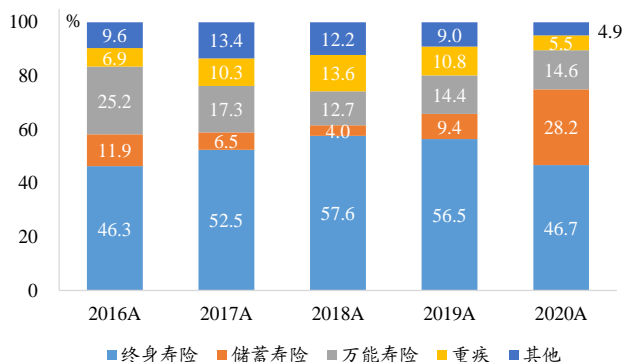
*注：本数据来源所指“高净值个人”系为可投资资产大于600万元人民币的18岁以上成人

图32、中国香港的内地访客个人寿险新单保费规模



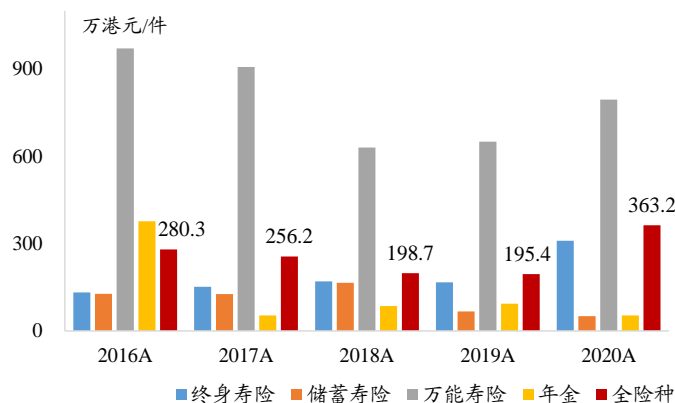
资料来源：中国香港保险业监管局，兴业证券经济与金融研究院整理

图33、内地访客个人寿险新单保费险种结构



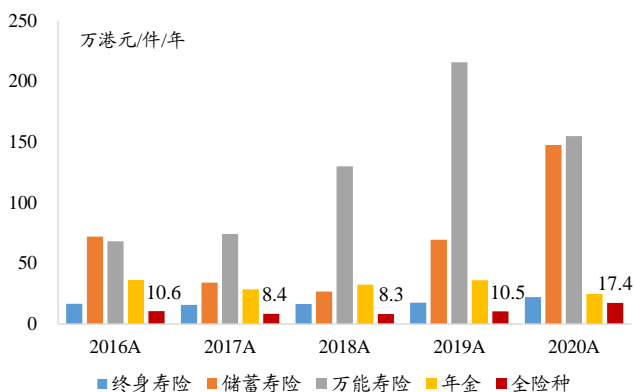
资料来源：中国香港保险业监管局，兴业证券经济与金融研究院整理

图34、内地访客个人寿险趸交新单的件均保费



资料来源：中国香港保险业监管局，兴业证券经济与金融研究院整理

图35、内地访客个人寿险期交新单的年件均保费



资料来源：中国香港保险业监管局，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

上市险企以家族办公室、保险金信托、大额保单等形式满足富裕群体及高净值客群的财富管理需求。

表 6、上市险企保险财富管理业务布局

险企	保险财富管理事宜
友邦人寿	2020 年启动全新的家族事务服务平台——传世家族办公室，将服务资源从高净值客户个人拓展至高净值家庭。推出保险金信托 2.0 业务，助力高净值家庭完善财富管理
中国平安	中国平安旗下平安信托设立“鸿福”系列保险信托；旗下平安银行私人银行借助多种资产类别帮高净值客户进行财富管理，并提供家族办公室服务和一站式子女教育与留学服务平台“平安传承学院”
中国太保	于 2020 年底和上海信托签约保险信托，共同为高净值客户提供专业、安全的财富管理保障
中国人寿	中国人寿与国寿安保基金设立国寿财富管理有限公司，针对机构和个人提供财富管理业务
新华保险	于 2020 年底提出财富管理“三步走”发展路线，在进行内部架构调整和调整人员配置后，下一步将处于深化建设期，针对多元化客户需求，在渠道、投资、风控、管理方面匹配能力，持续拓展第三方资源，实现科技赋能

资料来源：各公司官网及公告，兴业证券经济与金融研究院整理

友邦保险在高净值客户财富管理方面具备先发优势：

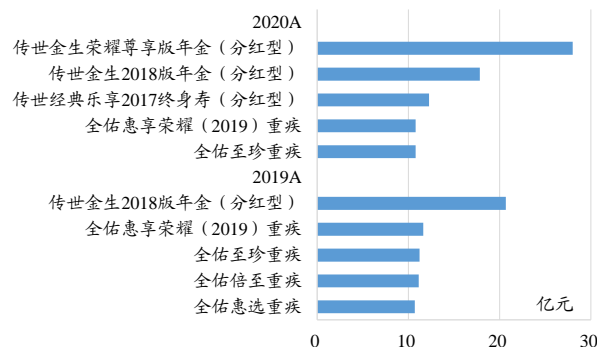
- **一是设立家族办公室，并与律所、信托等第三方机构合作提供服务。**2013 年友邦在内地成立高净值业务部、建立“致精英”品牌。2020 年公司启动“传世家族办公室”服务平台，致力于高净值家庭提供家族财富保障、家族事务管理、家族继承人培育等服务。为此，友邦与法税筹划、家族信托、定制化高端教育咨询、继承人规划等机构达成合作，已签约合作机构包括上海国际信托、北京中伦律所、北京大成（上海）律所、安永（中国）企业咨询、必益教育、携乐行（上海）教育科技等。
- **二是推出高净值传世系列产品，涵盖年金、终身寿险、重疾险、高端医疗、意外险等一揽子计划。**传世系列产品集风险保障、退休养老、财富传承功能于一体，特点在于：与年金保险灵活转换、保单借款额度高、免责条款少、保险金灵活给付，满足高净值客群家庭财富规划需求。目前在售的财富保障型产品包括传世金生英才（2020）、传世金生（2020）、传世金生荣耀（2020）丰盛养老保险、传世经典乐享 2020 等。2020 年友邦中国内地原保费位列前 3 位均为传世系列产品，原保费合计 58.1 亿元（友邦产品线丰富，保单集中度不高）；2019 年原保费 Top3 产品中仅有一款传世系列产品；系因疫情期间高净值客群仍实现较多财富积累。
- **三是以保险金信托助力家庭财富管理。**保险金信托是指投保人将人身保险合同的权益和资金作为信托财产，信托公司根据信托合同管理、运用、分配资金。**保险金信托相对纯保险产品的优势：**一是信托公司进行专业化财产传承管理、保值增值，通过保单加杠杆（保险赔偿金高于保费）；二是信托模式满足私密性、定制化要求；三是使财富传承对象多元化（目前保险不能将未出生的人列入保单受益人，但信托可以）。**2017 年友邦推出保险金信托 2.0 模式。**保险金信托 1.0 模式中，参与人购买保单并与信托公司签订协议，保险事故发生后（如达到规定的期限、被保险人死亡等），理赔金进入信托专户，信托公司进行后续管理及分配；由于信托专户前期没有信托资金，信托公司发展动力不足。保险金信托 2.0 模式下，参与人与信托公司签订协议并转入资金，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 22 -

信托公司代被保险人投保并支付保险费，同时管理和分配保险金。相较于 1.0 模式，保险金信托 2.0 可提前计划好保费来源，并可避免保单在投保人身故后被作为遗产直接分割。

图36、友邦保险中国内地年内原保费 Top5 产品



资料来源：友邦保险中国官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图37、友邦保险的保险金信托 1.0 及 2.0

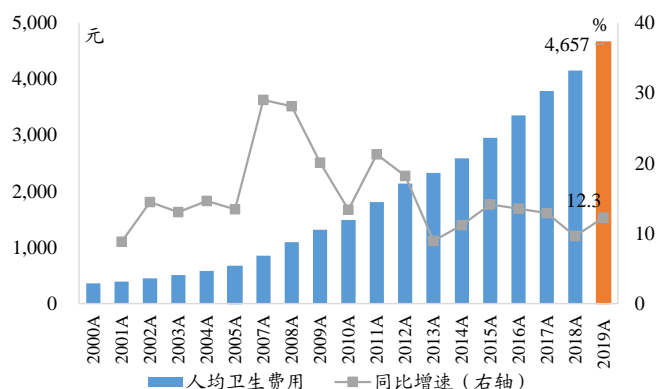


资料来源：友邦保险官网，兴业证券经济与金融研究院绘制

● 中高端健康险

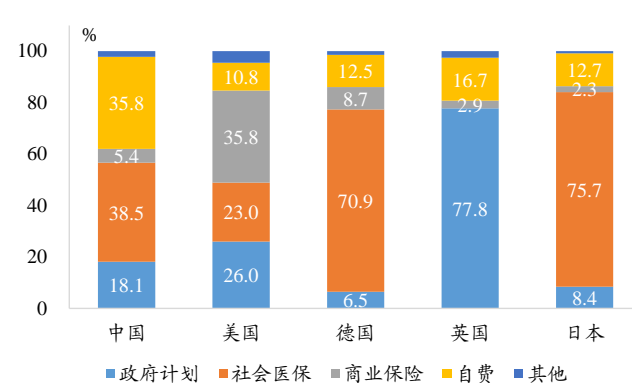
商业保险在满足中高端医疗需求上具备相对优势：1) 基本医疗保障的诉求是以较低成本对医疗支出进行兜底、广覆盖、降低因病致贫概率；基本医保存在医院可选范围小、病房拥挤、排队时间长、问诊时间短等一系列问题，不能满足中高端客群需求。2) 大众健康险市场，一是价格敏感、盈利空间较小；二是社会医疗保险制度走向完善，互联网大病互助计划、惠民保等挤占份额（惠民保的保费低于百万医疗险，短期替代效果明显；其利于普及保险意识，但保障水平不足，长期利好传统医疗险保单销售）。3) 富裕群体对商业健康险的核心诉求一是扩大医疗保障范围（解决医保定点医院及报销比例的不足），二是补偿治病期间的误工费用，三是获取优质医疗资源，因此对重疾险和高端医疗险具备需求。高净值客群对商业健康险的核心诉求是高端医疗资源。发展高端医疗的价值不局限于保费本身，还包括为高客提供一揽子产品组合、增强客户粘性。

图38、中国人均卫生费用持续走高



资料来源：国家卫生健康委员会，兴业证券经济与金融研究院整理

图39、2018 年中美德英日医疗费用资金来源结构



资料来源：WHO，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

险企通过和医疗机构合作及保险直付以绑定优质医疗资源并提高理赔体验，通过健康管理以控制赔付支出。

1) 医疗资源合作：与医院直接合作+对接第三方高端医疗网络。

一是与著名医疗机构达成战略合作。友邦保险 2021 年 6 月与中山医院达成战略合作，拟共享构建大健康生态圈；友邦客户优先享受中山医院专家诊疗资源及多学科会诊服务，中山医院利用友邦的亚太客群网络升级医疗服务能力、加强“保险+医疗”模式建设。此前，友邦曾于 2018 年 5 月和互联网医院微医达成合作，成为微医首选人寿及医疗保险方案供应商。中国太保 2020 年 9 月与瑞金医院达成战略合作，共建“广慈太保互联网医院”，发布“太医管家”健康管理平台。中国平安 2021 年 3 月与中山医院达成战略合作，打造“医疗+金融+科技”链条。

二是对接以和睦家为代表的第三方高端医疗网络。和睦家是新风医疗（股票代码 NFH.N）旗下品牌，1997 年成立于北京，主要面向个人客户，提供从预防保健、疾病诊断、治疗到康复的连续医疗服务模式，目前设立超过 22 家医院及诊所，覆盖北京、上海、广州、天津、青岛、博鳌。友邦、平安、新华与和睦家建立合作关系，一是和睦家医疗在其部分产品的报销范围内，二是开展保险直付合作。此外，友邦保险合作的昂贵医院还包括香港养和医院、香港明德医院、港安医院-徒拔道等。

表 7、上市险企保险与医疗结构的战略合作

险企	合作达成时间	医疗机构	层次	合作内容
友邦保险	2018.5	微医	互联网医院	友邦成为微医首选人寿及医疗保险方案供应商；友邦客户可优先享用微医的医疗健康服务，包括预约挂号、在线问诊、线下诊所，并受惠于其中国内地由 2,700 家重点医院、22 万名医生和逾 15,000 家药房所组成的医疗健康服务网络
	2021.6	中山医院	三甲综合医院	拟在品牌、医疗、服务、创新四个维度深层次合作，通过优势互补和资源共享构建大健康生态圈；友邦客户优先享受中山医院专家诊疗资源及多学科会诊服务，中山医院利用友邦的亚太客群网络升级医疗服务能力、加强“保险+医疗”模式建设
太平洋保险	2020.9	瑞金医院	三甲综合医院	共建“广慈太保互联网医院”，整合瑞金医院在糖尿病、高血压、肿瘤、心血管等领域的医疗资源和太保保险平台，为客户提供一站式医疗健康解决方案；发布“太医管家”平台，联通线上家庭医生和线下就医引导，实现贯穿全场景、全流程的健康管理和家庭医生服务
中国平安	2021.3	中山医院	三甲综合医院	携手打造“医疗+金融+科技”创新标杆。平安将与中山医院的诊治、服务、科研能力相结合，提升保险客户医疗服务效率与品质

资料来源：各公司官网及公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、和睦家概况

险企	和睦家
公司简介	和睦家是新风医疗（股票代码 NFH.N）旗下的医疗服务机构，1997 年成立于北京，通过自建医院及诊所，在中国内地提供全生命周期的优质医疗保健服务
医疗网络	北京、上海、广州、深圳、天津、青岛、博鳌 7 地，自建 22 家医院及诊所 北京（12） ：北京和睦家医院、和睦家京北妇儿医院、和睦家康复医院、和睦家启望肿瘤中心、和睦家朝外诊所、和睦家复兴门诊所、和睦家广渠门诊所、和睦家建国门诊所、和睦家亮马诊所、和睦家天竺综合门诊、和睦家五道口综合门诊部、和睦家天辰诊所 上海（5） ：上海和睦家医院、上海和睦家新城医院、和睦家丰尚门诊部、和睦家泉口门诊部、和睦家沛源门诊部 其他（5） ：广州和睦家医院、天津和睦家医院、青岛和睦家医院、博鳌和睦家医疗中心、深圳新风和睦家医院

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

医疗团队 全职医生共 600 余人，来自 25 个国家或地区，兼职专家团队超过 1,000 人，护理团队 1,000 余人

商业模式 主要面向个人客户，提供从预防保健、疾病诊断、治疗到康复的连续医疗服务模式

合作险企 友邦保险、中国平安、新华保险等

资料来源：和睦家官网及公告、新风医疗财报，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 医疗直付：与医院或医疗保险第三方管理公司（TPA）合作。

保险医疗直付是指参保人在就医结算时由医院（或第三方管理机构）和保险公司直接结算，剩余自费部分再由客户自行支付给医院。据此，参保人理赔周期压缩，且流程便利程度大幅提升；同时使险企可有效监控理赔人的医疗行为、降低虚假报销风险。医疗直付的方式有两种，一是险企自建直付网络，二是与第三方医疗保险管理机构合作。

友邦、平安、太保等自建直付网络。根据各公司官网截至 2021 年 5 月 21 日披露的数据，太保、友邦、平安分别与中国内地 828、821、162 家医院建立了直付合作，包括三甲医院的国际部、特需部，亦包括口腔医院、眼科医院等；分别覆盖 52、46、29 个城市；从省级行政区分布来看，均是北京、上海、广东分布最多，此外是四川、江苏、浙江等人口大省，另有友邦在香港的合作医院较多。

图40、友邦保险的医疗直付合作医院分布

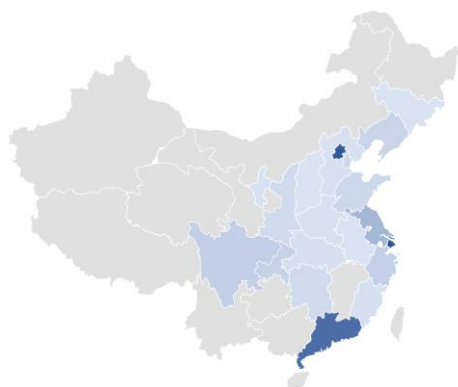
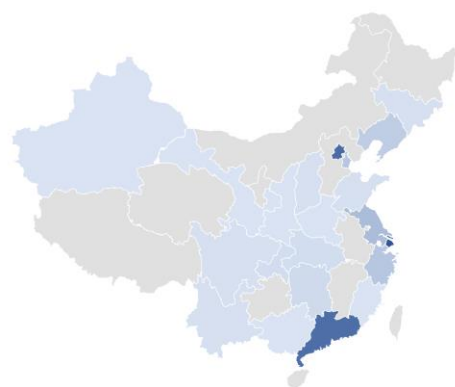


图41、中国平安的医疗直付合作医院分布



资料来源：友邦保险官网，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：中国平安官网，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：颜色越深表示合作医院越多，灰色区域无医疗直付合作医院

主要险企均与医疗保险第三方管理公司合作。由于自建直付医疗网络的精力投入多，见效稍慢，多数险企与医疗保险第三方管理公司达成合作，相当于将医疗直付业务外包。其中，港股上市险企中的中国太保、中国人寿、中国平安、中国太平、人保集团、众安在线、大地保险（中再旗下子公司）均与万欣和达成合作。**万欣和**是国际健康管理机构，万欣和国际（MSH International）1974 年成立于法国巴黎，目前设有巴黎、多伦多、迪拜、上海 4 个区域总部，其中万欣和（上海）成立于 2001 年。公司为个人客户提供高质量保险方案，为企业客户提供量身定制的保险产品，并为保险公司提供高端健康险的第三方管理服务。目前，万欣和的直付医疗网络分布于中国 80 多座城市共 2,078 家机构（其中中国内地 1,040 家）。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 25 -

图42、万欣和医疗直付合作险企



资料来源：万欣和官网，兴业证券经济与金融研究院整理

3) 健康管理服务：延伸产业链并控制赔付支出。

保险公司健康管理服务是指对客户健康进行监测、分析和评估，对健康危险因素进行干预，控制疾病发生、发展，以保持健康状态的行为；包括健康体检、健康咨询、健康促进、疾病预防、慢病管理、就医服务、康复护理等。**健康管理的好处**：增收、控费、增加盈利。主要体现在引流以触达更多客户、提升粘性以增加客均消费、提供后端增值服务以直接增加收入、精准定价及健康服务以降低赔付。

表 9、中国健康管理政策梳理

时间	政策和法律支持	重点内容
2016.10	国务院发布《“健康中国2030”规划纲要》	明确指出“把健康融入所有政策，加快转变健康领域发展方式，全方位、全周期维护和保障人民健康”；“丰富健康保险产品，鼓励开发与健康管理服务相关的健康保险产品”；“促进商业保险公司与医疗、体检、护理等机构合作，发展健康管理组织等新型组织形式。”
2020.9	银保监会发布《关于规范保险公司健康管理服务的通知》	明确健康管理服务的概念和目的，规范保险公司的健康管理服务，规定保险公司提供的健康管理服务包含在保险产品责任条款中的，其分摊成本不得超过净保险费的20%。
2020.12	中国保险行业协会联合中国健康管理协会发布《保险机构健康管理服务指引》	提出健康管理总则、服务内容、风险分类、方案设置四项标准，引导健康管理高品质发展，标志着“商业保险+健康管理”的模式探索得到了国家层面的肯定与支持。

资料来源：保险业协会，银保监会，国务院，兴业证券经济与金融研究院整理

险企布局“健康保险+健康管理+医疗服务”。新华、平安、国寿、泰康等险企或与健康管理公司、互联网公司合作，或自建健康管理中心和医院，或连接上下游、整合资源。其中，**中国平安发力“产品+服务”，构建医疗生态服务闭环**。平安依托金融+科技优势，公司健康险线下与医院合作，线上与平安医疗科技等互联，探索管理式医疗控费。平安寿险改革打造“健康+、慢病+、重疾+”的健康管理服务；已推出 20 年保证续保的长期医疗险产品平安 e 生保、线上线下相结合的呵护式慢病管理服务、覆盖 120 种疾病且多次轻症赔付的重疾产品平安六福。2021 年 4 月，平安人寿发布“平安臻享 RUN”健康服务计划，匹配主力重疾产品，通过“保险保障+健康管理+医疗服务”的一站式解决方案，聚焦健康、亚健康、医疗、慢病、大病五大场景，满足客户全生命周期健康医疗和风险保障需求。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表 10、主要险企“健康保险+健康管理+医疗服务”产业链布局

险企	大健康产业布局
中国平安	中国平安实行“产品+服务”，构建医疗生态服务闭环。平安依托金融+科技优势，公司健康险线下与医院合作，线上与平安医疗科技等互联，探索管理式医疗控费。平安寿险改革以客户为中心，丰富“产品+”服务体系，打造“健康+、慢病+、重疾+”的健康管理服务；已推出 20 年保证续保的长期医疗险产品平安 e 生保、线上线下相结合的呵护式慢病管理服务、覆盖 120 种疾病且多次轻症赔付的重疾产品平安六福。2021 年 4 月，平安人寿发布“平安臻享 RUN”健康服务计划，匹配主力重疾产品，通过“保险保障+健康管理+医疗服务”的一站式解决方案，聚焦健康、亚健康、医疗、慢病、大病五大场景，满足客户全生命周期健康医疗和风险保障需求。
新华保险	新华于 2010 年与台湾美兆健康管理公司签署战略合作协议，整合保险与健康管理，正式布局健康险产业链。2018 年新华健康险在首年保费中占比 59.7%，在总保费中占比 34.8%，2020 年健康险在总保费中占比 37.6%。新华已落地 19 个健康管理中心及新华卓越康复医院，初步构建起“健康管理+特色医疗”的产品线，并通过对外战略合作，向客户提供健康管理服务。
中国人寿	中国人寿于 2020 年 10 月与万达信息举行战略合作签约仪式，并联合发布基于双方协同而打造的蛮牛健康 APP。蛮牛健康 APP 是一款定位于服务全社会、覆盖全生命周期的一站式健康管理服务平台，双方旨在打造以科技驱动为核心，以家庭为中心的健康管理服务模式。
泰康保险	泰康保险从“保险+医养康宁”出发，已初步构建大健康产业闭环。目前，泰康已在东北、华北、华中、华东、西南、华南等区域布局养老社区及康复医院。泰康推进价值医疗，在长三角、华中、大西南和粤港澳大湾区建设“医+教+研”一体化医学中心，规划 5,000 余张医疗床位。泰康还构建口腔等专科医疗体系，打造高质量健康服务网络，并积极投资健康产业链企业，探索大健康产业生态。

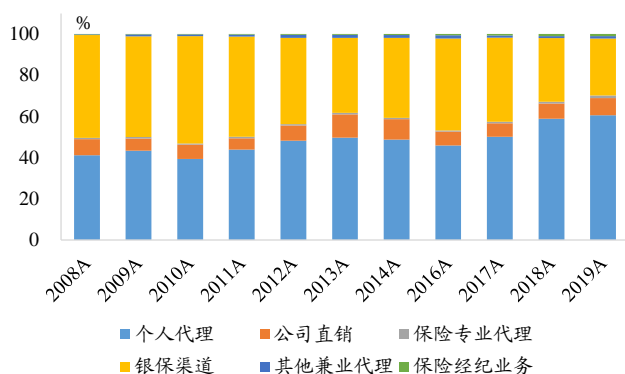
资料来源：各公司官网及公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1.5、渠道建设：代理人以质补量，银保渠道继续发展

各国保险渠道结构统计口径及实际结构差异较大，我国以代理人和银保渠道为主，由国情、渠道特点、政策、保险业发展进程等因素交叉影响导致。

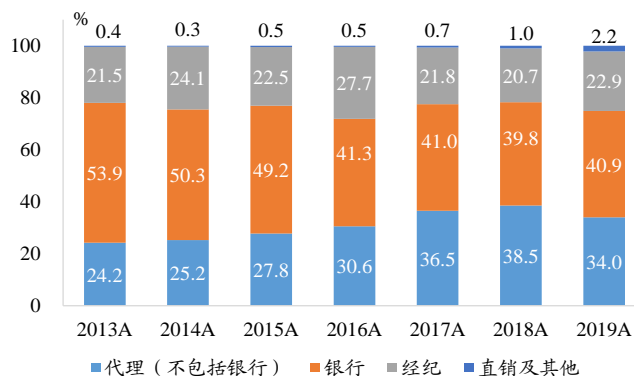
- **横向来看：**1) 代理人渠道占比高，一是受东亚地区文化影响，保险产品销售及信任关系以社会关系为纽带；二是我国居民保险意识偏低，需要代理人线下教育；三是保险公司自有代理人构成渠道及竞争壁垒，险企有意发力。2) 银保渠道占比高，一是我国金融体系以银行为核心，银行天然具备网点、客群、客户资信等优势；二是储蓄型保单本身具备理财性质，适合银行渠道销售。
- **纵向来看：**1) 我国人身险行业恢复初期（1982-1991 年）以团体直销简单产品为主；2) 1992 年引入代理人制度，占比迅速提升；3) 1999 年后分红险兴起，适销的银保渠道随之发展，2008-2010 年银保渠道占比 50% 左右，位列第一；4) 2010 年后监管要求撤销保险驻银行网点，分红险回落、传统寿险及健康险兴起；2015 年后代理人考试取消，进一步推动代理人渠道发展。2019 年代理人渠道占比 60.6%，银保则为 27.7%；5) 2020 年代理人渠道占比下滑，银保渠道回暖。主要由于 2018 年以来代理人存量规模已占城镇人口 1% 以上而饱和、增长停滞，疫情催化也有影响。

图43、中国内地寿险保费渠道结构



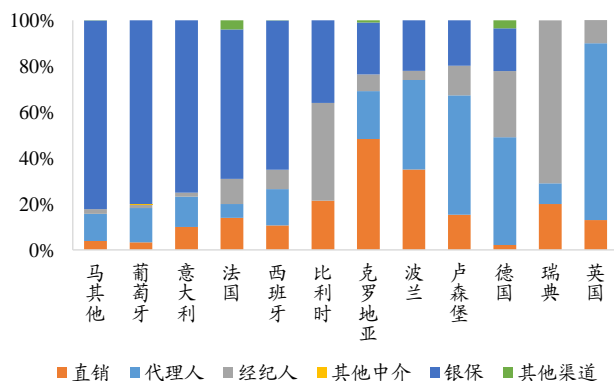
资料来源：保险年鉴，兴业证券经济与金融研究院整理

图44、中国香港个人寿险新单保费渠道结构



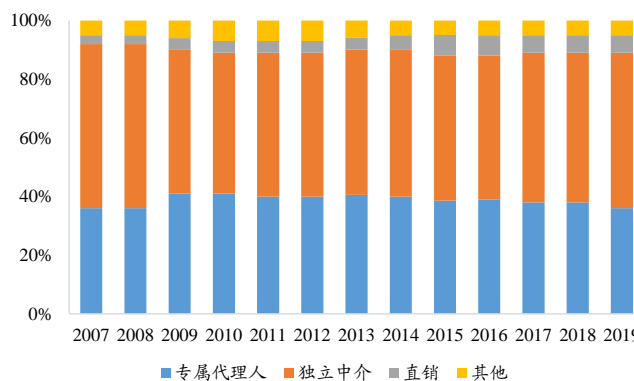
资料来源：中国香港保险业监管局，兴业证券经济与金融研究院整理

图45、2018年部分欧洲国家寿险保费渠道结构



资料来源：Insurance Europe，兴业证券经济与金融研究院整理

图46、美国寿险保费渠道结构



资料来源：LIMRA，兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为，目前人身险渠道的发展趋势主要有两个：1）代理人仍是NBV的核心渠道，向高素质队伍转型；2）银保渠道受益于长期储蓄型险种销售而回暖。

● 预期代理人规模整体稳定，结构上向高素质队伍转型

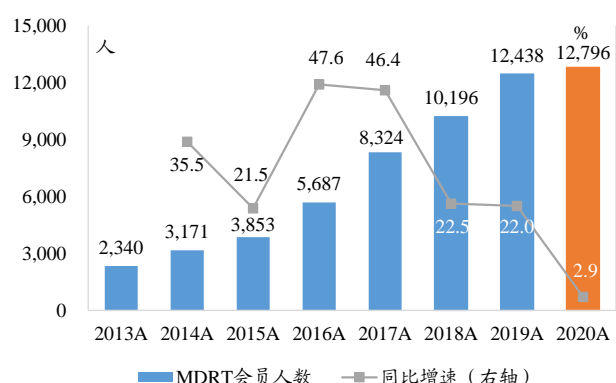
从险企的角度看，在代理人规模趋稳的情况下，通过提高人均产能以提高整体NBV；对接中高净值客群需要高素质代理人。从代理人自身角度看，经济增速下台阶，保险代理人成为部分都市白领职业转型的重要通道。平安寿险改革重视优秀人才队伍建设；友邦中国内地分转予获批，陆续开拓新的省份市场，高素质代理人队伍随之扩充。2020年，由于内资险企部分高产能代理人未主动申报，中国内地MDRT会员人数的登记人数明显减少。我们以截至2019年7月1日的数据来看，中国内地MDRT会员数为18,022人，其中，平安（6,454人）、友邦（2,577人）人数领先，二者在中高端寿险市场的渠道优势显著。

高素质代理人队伍建设需要长期坚持，友邦保险优势突出。1）“营销员2.0”计划：2010年开始，友邦在集团层面践行“最优秀代理”策略，在中国内地推行“营销

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

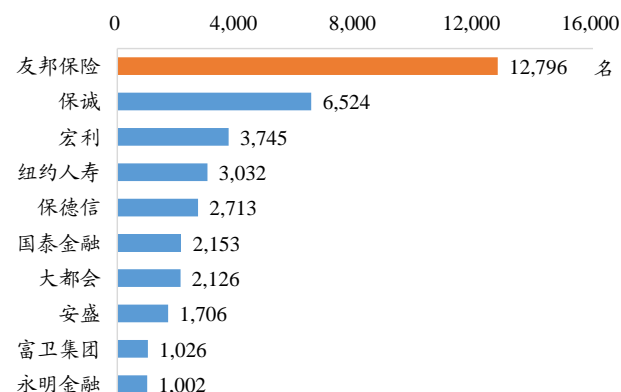
员 2.0”计划，走精英代理人路线，坚持队伍职业化、标准化、专业化、信息化的四化标准。自此友邦战略重点由规模转向质量，前端招募高素质人才，学历门槛高于同业；中端加强培训，设置全面的发展计划和培训课程，如友邦精英学院，同时科技赋能业务流程，实行数字化营销；后端提供有竞争力的薪酬和完整的晋升体系，提高代理人留存率。**2) “营销员 3.0”计划：**2018 年，友邦在中国内地推行“营销员 3.0”计划，战略重点由代理人质量转向客户体验，将其作为衡量渠道品质的标准，持续推进规模增员精英化、经营管理系统化、销售顾问专业化、客户服务标准化、作业平台数字化策略。**3) 转型效果：**转型初期代理人队伍收缩，友邦中国内地代理人从 2010 年的 1.4 万人降至 2013 年的 1.5 万人。2013-2017 年，友邦活跃代理人数量保持每年双位数正增长，内地队伍逐步扩充至 2017 年的 3.6 万人；2018、2019 年在内资险企代理人规模及产能承压背景下，友邦活跃代理人依然实现了 7%、5% 的增长；2020 年尽管受疫情影响，新入职代理人仍实现双位数正增长。受益于“最优秀代理”策略及“营销员 2.0 & 3.0”计划，友邦中国内地的 MDRT 会员人数从 2014 年的 398 人增长至 2020 年的 2,687 人。

图47、友邦百万圆桌会议会员人数及同比增速



资料来源：MDRT 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图48、2020年百万圆桌会议会员跨国公司前十



资料来源：MDRT 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 长期储蓄型保单带动银保渠道回暖

银保渠道受益于长期储蓄型保单销售，呈回暖态势。按中保协口径，2020 年银保人身险业务原保险保费同比增长 12.6% 至 10,108 亿元，占人身险公司保费的 31.9%；其中期缴新单保费同比+10.9% 至 2,249 亿元。按各公司财报口径，2020 年险企银保渠道人身险期缴新单保费同比增速为：太平（60.8%）> 平安（50.3%）> 新华（36.0%）> 国寿（26.1%）> 人保（10.3%），均实现双位数正增长；5 家公司银保渠道合计实现 458.6 亿元期缴新单保费，同比增长 31.5%。

- 平安银保渠道坚持价值经营导向，强化科技赋能，通过升级产品与科技降低疫情影响，带动该渠道 NBV 同比+35.1%。
- 国寿银保渠道规模与价值并重，加强销售队伍管理，队伍质态稳步提升。截至 2020 年底，银保渠道客户经理 3.1 万人，季均实动人力实现较大幅度增长。
- 新华深化重点银保渠道合作，挖掘客户需求，提升产品竞争力，2020 年保费

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

排名第一的产品是银保渠道销售的稳得盈两全保险（分红型），原保费 178.1 亿元。

- 人保坚持推进银保渠道期交业务转型，压缩中短存续期等低价值趸交业务规模，优化业务结构，实现有价值的规模增长。2020 年，人保寿险保费收入最高的五款产品中，有四款产品同时通过银保和个险渠道销售。
- 太平银保渠道做大高价值核心业务，优化产品结构，结合高客开发体系搭建和高产能网点打造，推动有效人力、高产能人力增长；2020 年银保渠道 NBVM 同比+1.4pcts 至 4.6%。

图49、银保渠道人身险业务原保费收入及同比增速

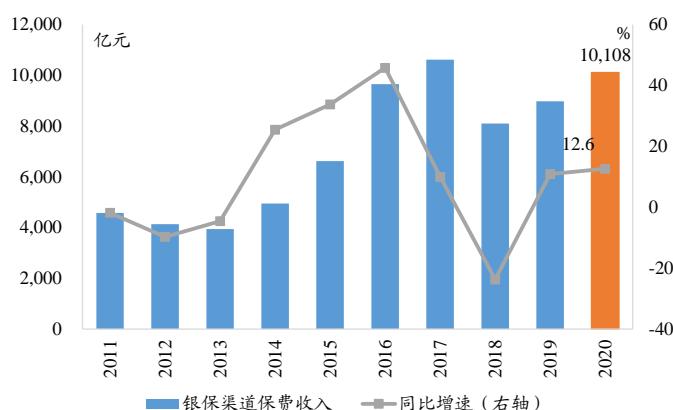
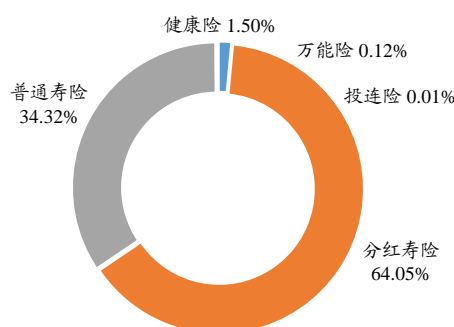


图50、2020 年银保人身险业务保费收入构成



资料来源：中保协，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：中保协，兴业证券经济与金融研究院整理

2021Q1 银保渠道继续发展。2021Q1，平安寿险坚持价值经营导向，对“渠道+产品+科技”策略进行重新定位和升级，已全面完成银保队伍的改革与重组；银保渠道专属的科技、产品、运营体系已初步搭建，业务结构不断优化，新业务价值率得到提升。新华银保渠道以趸促期，2021Q1 银保渠道期缴新单保费同比+78.0%至 24.2 亿元，在上年高基数之上，2021Q1 银保趸交保费同比-4.2%至 106.5 亿元。

图51、各险企银保渠道人身险保费

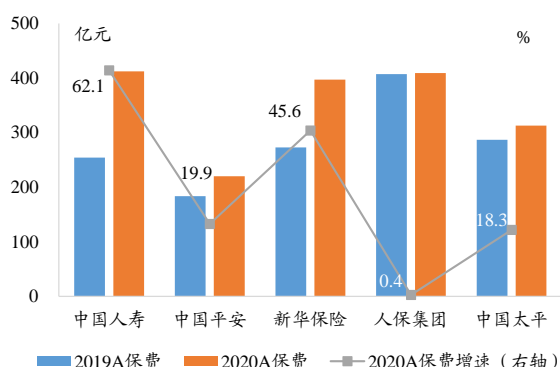
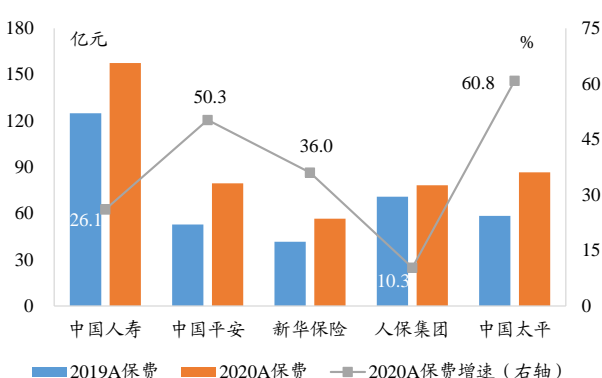


图52、各险企银保渠道人身险期缴新单保费



资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：平安为规模保费，其他为原保费。太保不披露银保渠道具体保费数据

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 30 -

2.2、财险：更关注综合成本率指标，龙头公司优势显著

整体来看，我们预期车险综合改革在 2021Q2-3 继续带来车险保费压力，但全年车险保费跌幅在 12% 以内；2021 年短期意外险、农险、责任险等非车业务有望保持高增长态势。龙头险企的车险综合成本率低于行业均值、低价值率信保业务赔付高点已过，2021 年整体综合成本率有望下降。从长期看，龙头公司综合成本率仍有下降空间，发展向好。

2.2.1、保费：车险保费承压，非车业务驱动规模增长

保费回顾：车险保费承压，非车险高增长，险企表现有所分化。

1) 行业车险保费下滑。2021Q1，全国财险公司保费同比+5.8%至 3,809 亿元；其中车险、非车险保费各为 1,818、1,991 亿元，分别同比-6.2%、+19.8%；健康险、责任险、农险延续高增长态势，融资性信保业务继续压缩。车险综合改革落地后，2020 年 10 月至 2021 年 4 月，行业车险单月保费同比增速依次为-6.4%、-11.4%、-12.6%、-12.8%、+5.2%、-4.3%、-8.5%，较 2020Q3 的 9.1%有明显下滑。2020 年 10-12 月保费增速逐月下降，是由于商车险提前续保的拉动效应递减。2021 年 2 月车险保费正增长，与上年同期疫情管制带来的低基数关系密切。

2) 龙头公司保费受非车业务拉动。2021Q1，中国财险、中国平安、中国太保的财险保费收入分别为 1,356、662、437 亿元，增速为：太保（12.0%）>中国财险（6.2%）>平安（-8.8%）；其中车险增速为：中国财险（-6.7%）>太保（-7.0%）>平安（-8.8%）；非车险增速为：太保（41.0%）>中国财险（18.3%）>平安（-8.8%）。

图53、2021Q1 全国财险公司保费同比增速按险种

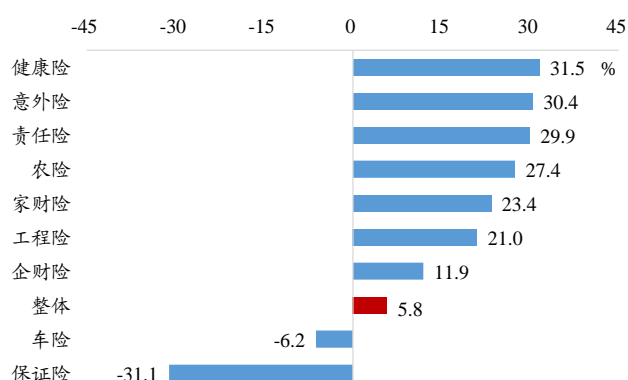
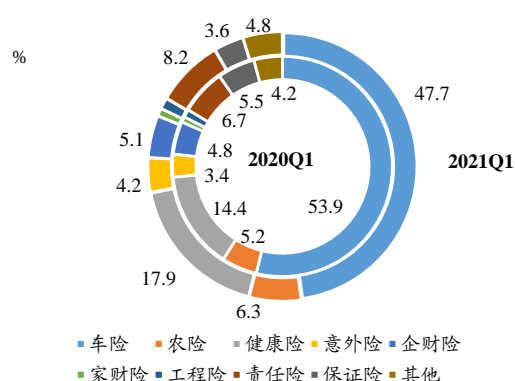


图54、全国财险公司保费结构按险种



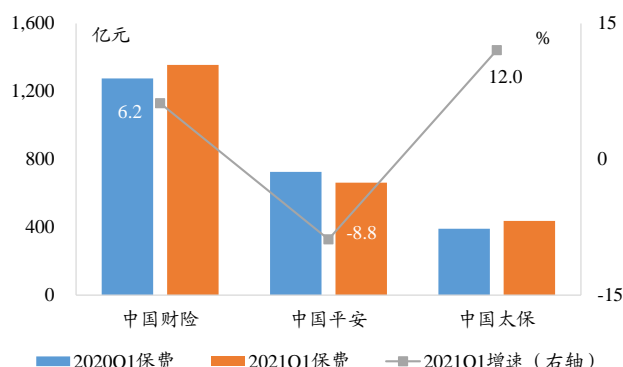
资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

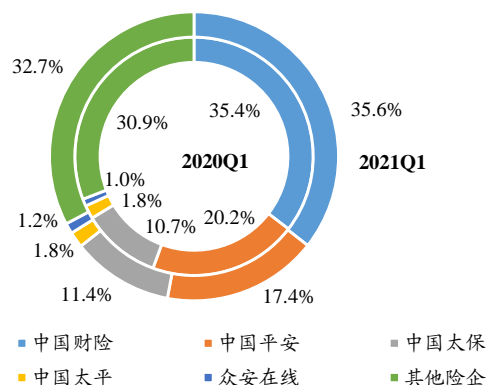
- 31 -

图55、上市险企财险保费收入



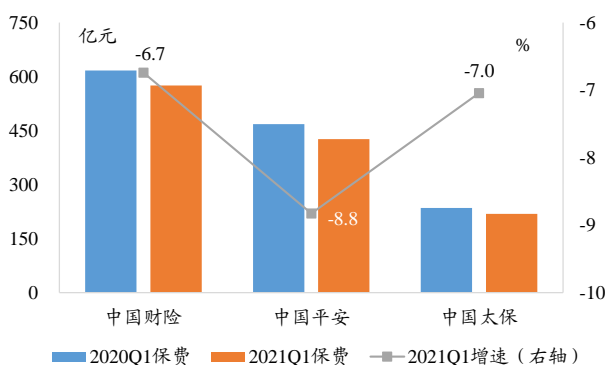
资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图56、上市险企财险市占率



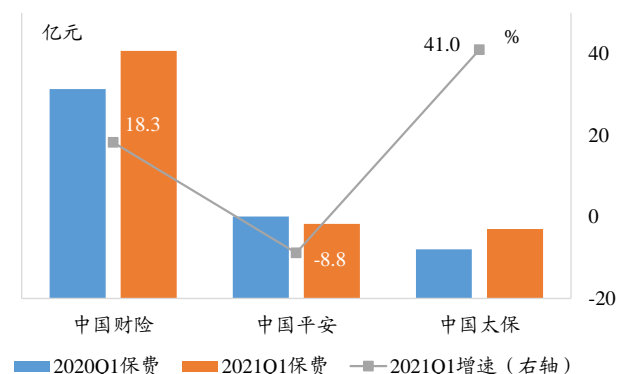
资料来源：银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

图57、上市险企车险保费收入



资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

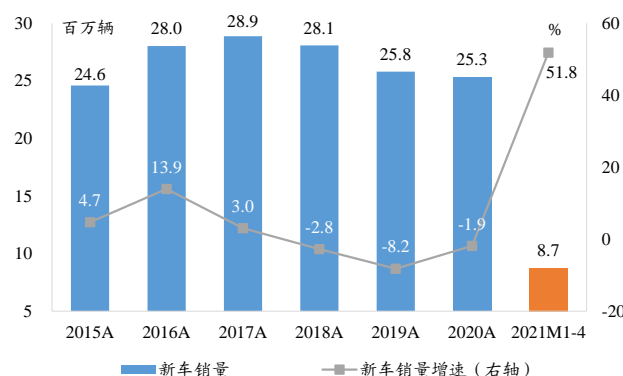
图58、上市险企非车险保费收入



资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

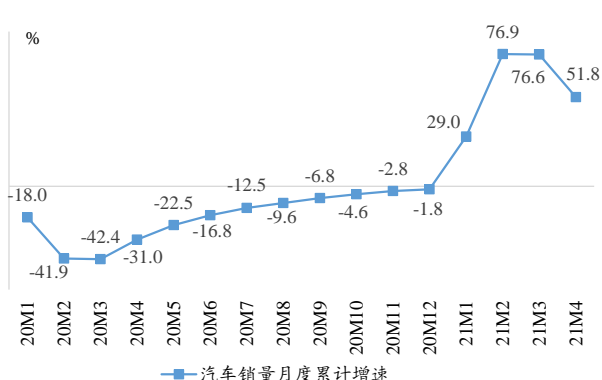
年内展望：预期车险保费压力在 2021Q4 减弱。1) 2021Q3-4 车险保费继续承压。由于 2020Q2-3 的新车销量情况良好、Q1 管制措施放宽口市场需求的短期释放，行业车险保费分别同比+8.7%、+9.1%，保费基数高；我们预期 2021Q2-3 行业车险保费降幅在 10% 以上。2) 2021Q4 车险保费有望正增长。由于 2020Q4 车险已受车险综合改革较大影响，在车均保费同比相对稳定情况下，预计 2021Q4 车险保费受益于汽车保有量的提升而小幅正增长。3) 整体来看，预期 2021 年全年车险保费降幅在 12% 以内，压力可控。

图59、新车销量及同比增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图60、新车销量月度同比增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

长期趋势：非车险仍有较大的增长空间，尤其是短期意外险、责任险、农险等险种。

1) 责任险：全球的产险保费收入结构中，责任险占比约 15%，而我国责任险近年来虽然保持着超过 20% 的高复合增速，但 2020 年、2021Q1 占比分别为 6.6%、8.2%。公共责任险、危险化学品运输责任险、环境责任险等是众多经济业务开展的前提和保障，政策持续支持。

2) 农险：2007 年后，国家加大对三农的扶持力度，中央和地方财政均给予农业保险补贴。农户购买的主要农险中，约 80% 的保费由财政部承担，且补贴范围不断扩大。目前我国农业保险业务规模已仅次于美国，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 11、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。
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，中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2.2、承保利润率：龙头公司优于同业，且具备提升空间

从近期情况来看，龙头公司承保利润提升。随着险企低价值率融资性信保业务逐渐出清，信用保证险的赔付率及综合成本率明显回落；车险综合改革致使车险费用率下降、赔付率提升，在上年低基数（2020Q1 疫情管制期间车险出行及出险率

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 33 -

下降，致使赔付率和综合成本率下降)之上，2021Q1 龙头公司的车险综合成本率略有提升。从两家披露季度 COR 数据的险企看，2021Q1，中国财险和平安的综合成本率各为 95.7%、95.2%，分别同比-1.4、-1.3pcts。其中，中国财险的赔付率同比+4.0pcts 至 70.3%，费用率-5.4pcts 至 25.4%，综合成本率结构优化；其承保利润同比+45.4%至 38.97 亿元，主要受益于融资性信保业务赔付率下降。具体来看，2021Q1，中国财险的车险、商业非车险业务的综合成本率分别为 94.6%、93.2%，分别实现 31.62、10.87 亿元承保利润；融资性信保业务、政策性业务的综合成本率分别为 102.2%、102.1%，分别实现 0.30、3.22 亿元的承保亏损，但融资性信保业务的综合成本率已同比大幅回落。

图61、中国财险历年综合成本率

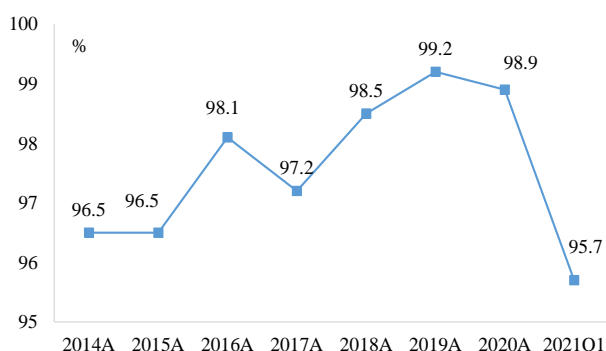
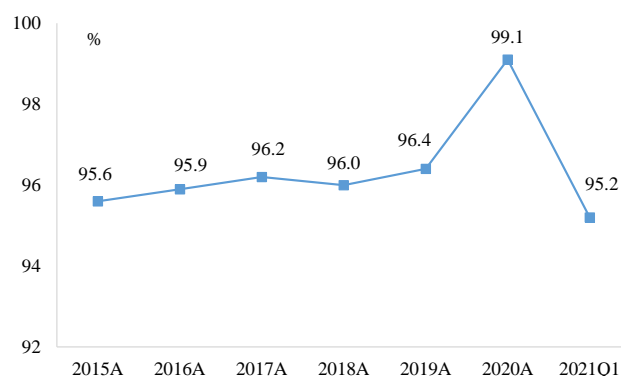


图62、平安产险历年综合成本率



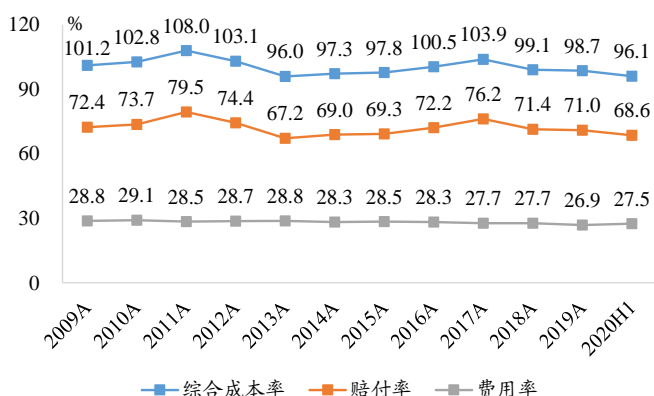
资料来源：中国财险财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：中国平安财报，兴业证券经济与金融研究院整理

我们预期 2021 年龙头财险公司的盈利水平将持续优于行业均值。产险龙头公司有较强的营销渠道、更多的数据和经验，以及大量保单摊薄固定成本而带来的规模效应，在定价能力和价格空间上均有明显竞争优势。一是在非车险领域具备先发优势。二是受车险综合改革的短期压力小于同业。龙头公司的渠道、服务、品牌等优势将在车险费率市场化过程中被放大，其注重利用信息科技等不断改善服务流程，能提供更快的承保速度和理赔速度。且车险价格下降可能使下沉市场商车险投保率提升，具备网点优势的龙头公司将首先获益。

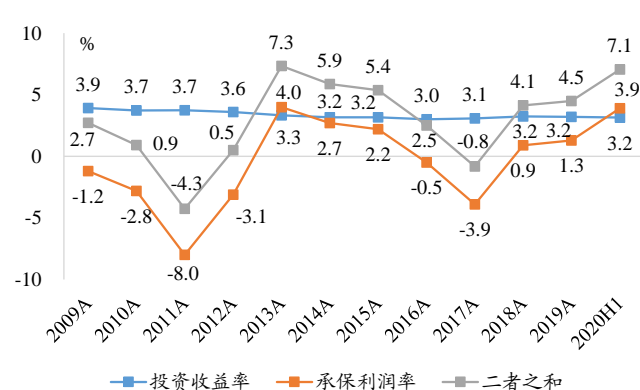
从长期来看，我国龙头财险公司的综合成本率仍有下降空间。财险公司的龙头效应显著，欧洲及美国的龙头财险公司的综合成本率优于市场整体水平。我们选取 2020 年财险保费 200 亿美元以上的部分财险龙头，以及全球 UBI 车险龙头公司 Unipolsai 进行分析。前进保险、Allstate、Unipolsai、忠利保险 2018-2020 年的综合成本率均值在 92% 以下，丘博保险、GEICO、利宝互助、旅行者保险的 COR 亦显著低于美国财险市场整体水平。从全年数据来看，中国财险和平安财险的综合成本率在 95% 以上，2019 年均在 98.5% 以上；参照海外经验，未来通过提高内部运营效率和渠道议价权可进一步压缩费用率，综合成本率有望降至 95% 以下。

图63、美国财险行业历年综合成本率



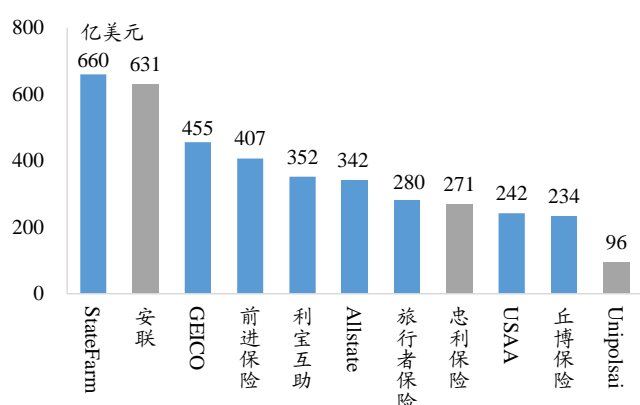
资料来源：NAIC，兴业证券经济与金融研究院整理

图64、美国财险行业历年承保利润率及投资收益率



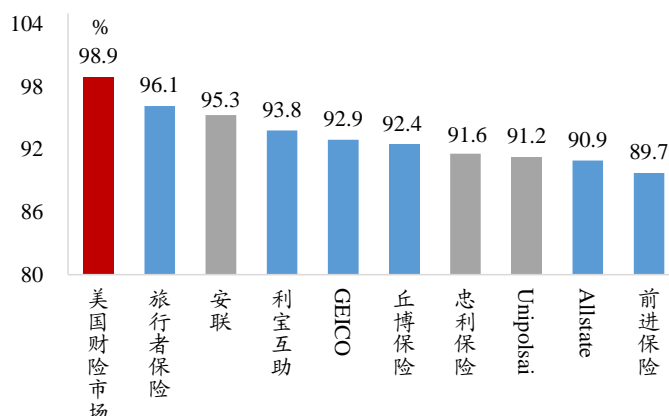
资料来源：NAIC，兴业证券经济与金融研究院整理

图65、美国及欧洲龙头财险公司 2020 年财险保费



资料来源：各公司官网及财报，兴业证券经济与金融研究院整理
 *注：蓝色表示美国公司，灰色表示欧洲公司，欧洲财险公司原始保费货币单位欧元，根据 2020.12.31 汇率中间价折算为美元

图66、美国及欧洲财险公司 2018-2020 年 COR 均值



资料来源：各公司官网及财报，NAIC，兴业证券经济与金融研究院整理
 *注：红色代表美国市场整体水平，为 2018-2019 均值，2020 年数据暂未披露；蓝色表示美国公司，灰色表示欧洲公司，为 2018-2020 均值

2.3、投资：策略稳健，重仓价值股

2.3.1、大类资产配置风格稳健、久期缺口缩小、可操作空间充足

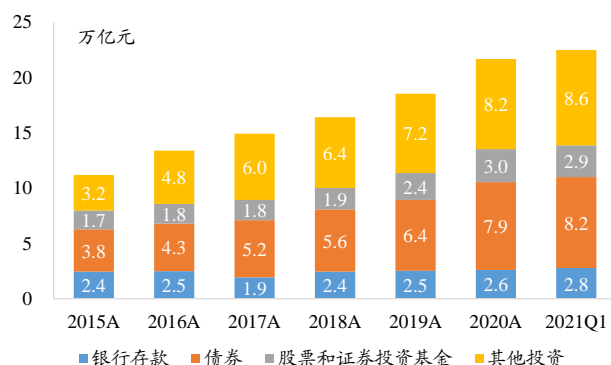
● 保险大类资产配置结构稳定，风格稳健

从行业数据来看，截至 2021 年 4 月 30 日，险企资金运用余额 22.6 万亿元，同比增长 15.4%，较年初增长 4.3%。其中，银行存款、债券、股票和证券投资基金、其他投资（非标资产、投资性房地产等）各为 2.7、8.4、2.9、8.7 万亿元，占比各为 11.8%、37.0%、12.8%、38.4%，占比较年初依次变动-0.22、+0.44、-0.94、+0.73pcts；大类资产配置结构较为稳定，在利率相对高位、权益市场波动背景下，行业小幅

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

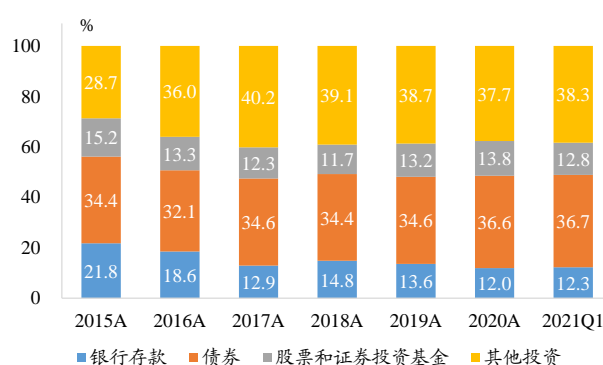
增持债券资产。从险企数据来看，上市险企投资资产主要分为固定收益类投资、权益类投资（含长期股权投资）、现金及现金等价物、投资性物业四大类，并以前两者为主，权益资产配置整体在 20% 左右。截至 2020 年底，太保、新华、太平的权益资产配置比例分别同比+3.2%、+2.6%、+2.4pcts，其中新华降低债权类非标资产配置比例，太平降低定期存款的配置比例。

图67、历年保险行业投资资产规模



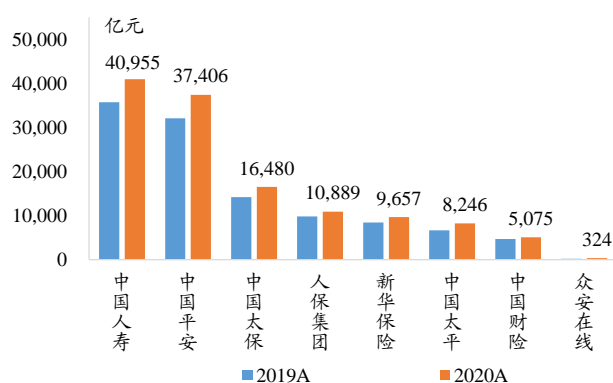
资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

图68、历年保险行业投资资产结构



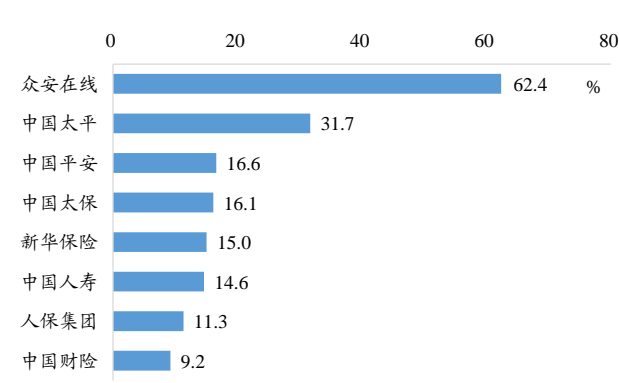
资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

图69、险企投资资产规模



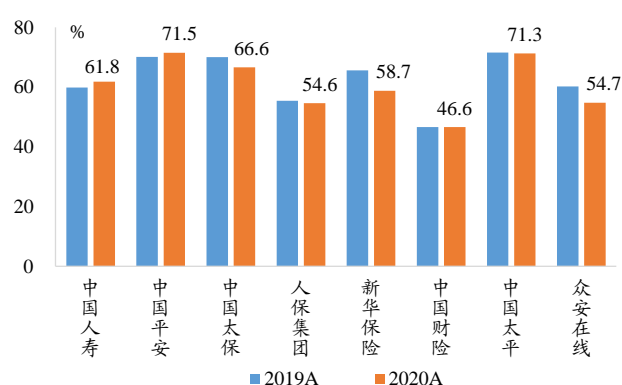
资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图70、2020年险企投资资产规模增速



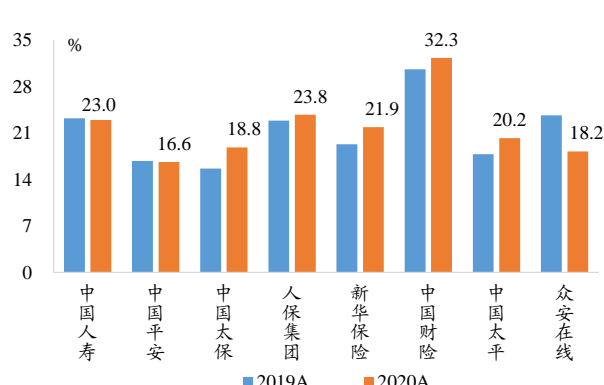
资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图71、主要险企历年固定收益类投资占比



资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图72、主要险企历年权益类投资（含长期股权）占比



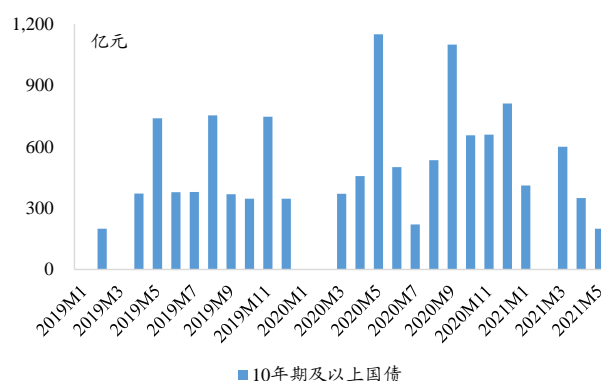
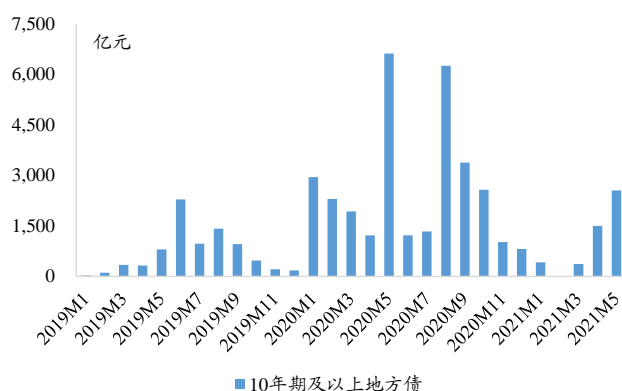
资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

● 资产负债久期缺口呈缩小趋势，受长期政府债发行节奏影响

险企资产配置趋势是缩短资产负债久期缺口、控制负债端成本、提升主动管理能力。1) 从资产端来看，上市险企近年普遍增配长期国债、地方债和政策性金融债等长久期固收资产，资产久期拉长，资产负债缺口缩小。从平安披露的数据来看，其资产久期从2013年的6.6年逐渐提升至2018年7.9年。2021Q1我国长期地方债发行减少，给险企长久期债券配置带来一定压力；但Q2发行量回升。2) 从负债端来看，产品结构上，在监管部门提出“保险姓保、重回保障本源”以及相应的政策提出后，对利率敏感性较低的长期保障型产品占比提升；对于利率更敏感的储蓄型产品则在一定程度上缩短久期（例如2019至2021年开门红产品的保险期间不断缩短）。当前普通寿险（含年金）、分红险的实际定价利率上限为3.5%，万能险的保底收益率上限为3.0%，负债成本率相对较低，降低险企投资端压力。

图73、长期地方政府债发行规模 2021Q1 减少、Q2 回升 图74、10 年期及以上国债发行规模



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 大类资产配置可操作空间充足，无惧利率下行

近年市场对保险股的一个重要担忧在于，利率长期下行、保险资金资产负债久期错配（资产久期短于负债久期）加大险企再投资风险，险企长期内是否能达到5%的投资收益率假设具备不确定性。我们对险企后续投资端表现持乐观态：

一是投资端限制放宽，险企投资自主权放大。2020年7月发布的《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》将保险资金的权益类资产配置比例上限与偿付能力指标挂钩，最高可占上季末总投资资产的45%，而此前统一规定为30%，实际上提升了上市险企的权益资产配置自主权。当前主要内资险企的权益资产配置比例在20%左右，远未达到监管上限，主要由于在当前利率环境下，固收类资产的实际收益率一般可达4%以上，进而降低了险企加大风险敞口、增配权益资产的动机。

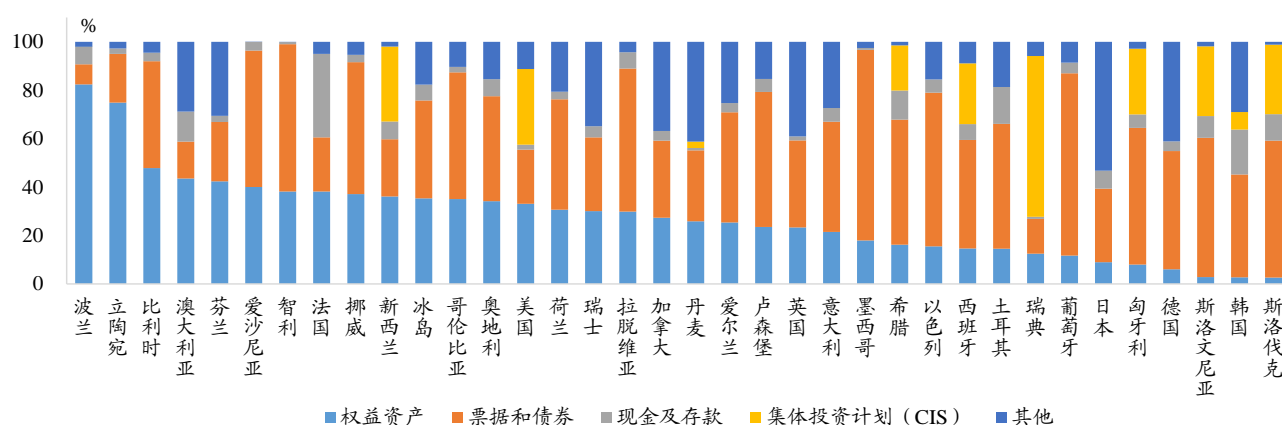
二是参照海外经验，利率下行背景下，可通过增配权益资产、固定资产（地产物业等）、海外资产（主要是股票和新兴市场国债）以拉升投资收益率，OECD 国

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 37 -

家的养老资产收益率长期跑赢长期国债。1) 利率下行推动增配权益资产，固定资产投资发挥养老金久期优势。2009-2019 年，OECD 国家养老金资产中的权益资产占比从 19.6% 提升 7.2pcts 至 26.8%；养老金规模 Top7 市场中，澳大利亚 2019 年权益资产占比 43.5%，荷兰、瑞士、美国高于 30%。2019 年瑞士及加拿大的房地产投资占比各为 20% 和 12%，较好发挥了长久期负债优势。2) 海外投资捕捉全球市场机遇。据 OECD 统计，2019 年 50 个样本国家或地区的海外投资比例算术均值为 35.1%。2009 至 2019 年，有数据可循的 37 个国家中，31 个国家的海外投资比例提升，主要由于外国投资限制取消或放宽、追求更高投资收益、资产跨区域配置以分散风险。3) 发达经济体养老金投资收益率明显跑赢长期国债。2019 年全球主要国家中，养老金投资回报率最高的为爱尔兰 18.5%；Top7 市场中，荷兰（13.7%）和美国（10.1%）的投资收益率表现出众。

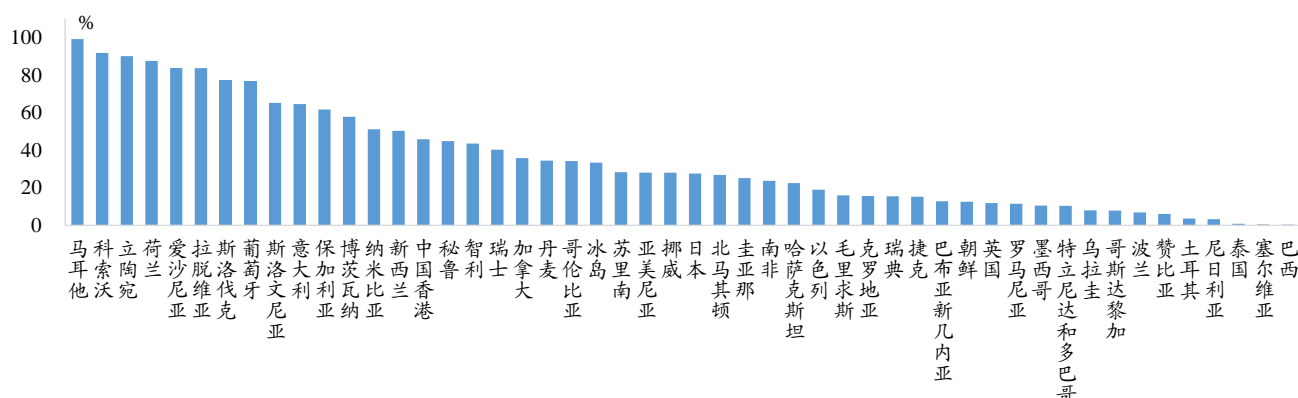
图75、2019 年 OECD 国家养老金资产配置



资料来源: OECD, 兴业证券经济与金融研究院整理

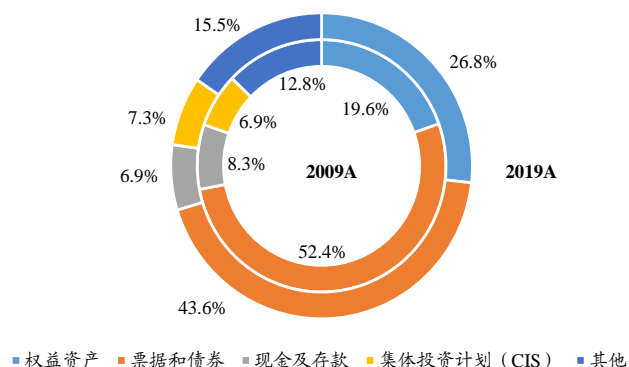
*注: CIS 仅部分国家披露, 不披露 CIS 者不代表无此项计划, 而是将 CIS 内部资产构成拆分至其他四类资产类别中; “其他”类别包括贷款、土地和建筑物、对冲基金、私募股权基金、结构化产品和其他投资; 下同 (限于本章节)

图76、2019 年主要国家或地区养老金海外投资占比



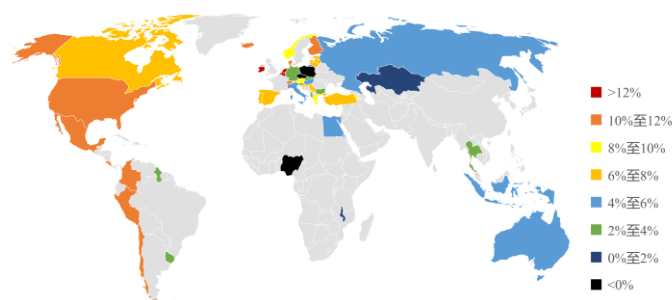
资料来源: OECD, 兴业证券经济与金融研究院整理

图77、OECD 国家养老金资产配置



资料来源：OECD，兴业证券经济与金融研究院整理

图78、2019 年各国养老金资产实际投资回报率



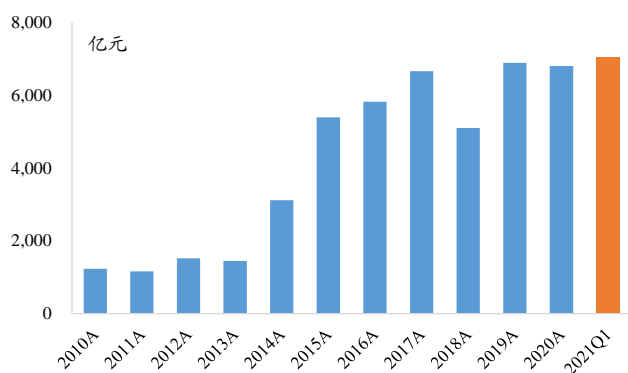
资料来源：OECD，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3.2、权益投资抱团价值股，举牌促进保险产业链建设

● 权益投资抱团价值股，适应 IFRS 准则

险资 A 股持仓规模稳步增长，采取顺周期策略。从 2010 年底至 2021Q1 末，险资的 A 股持仓规模从 1,232 亿元增长至 7,038 亿元（剔除国寿集团持有的中国人寿股份，平安集团持有的平安银行股份有限公司，下同），年复合增长 18.5%；主要由保险资金投资规模驱动。投资策略方面，险企倾向顺周期投资，在市场行情好时增加股票投资，反之减仓。

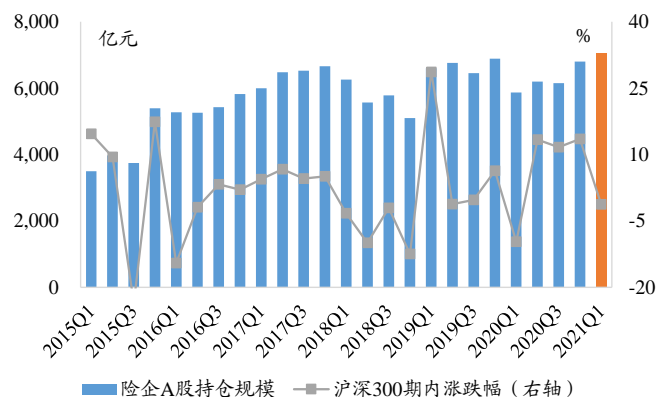
图79、2010 至今险资持仓 A 股股票规模



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：为排除保险集团控股对统计数据的干扰，剔除国寿集团持有的中国人寿股份，平安集团持有的平安银行股份有限公司，下同

图80、险资持仓 A 股股票规模分季度



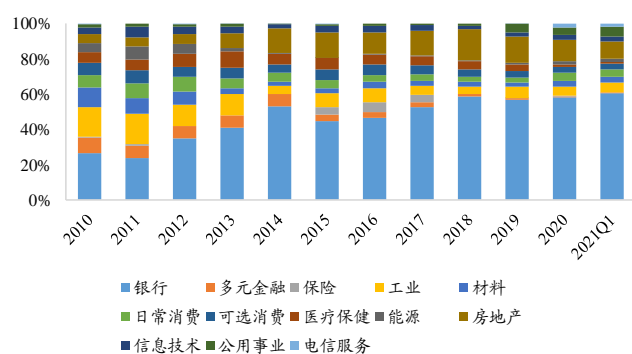
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

险资偏好银行和地产股，且持股集中度高。截至 2021Q1 末，险资持股行业结构为：银行（60.5%）>房地产（9.9%）>公用事业（5.7%）>工业（5.4%）>日常消费（4.1%）>材料（3.4%）>可选消费（3.3%）>信息技术（2.4%）>电信服务（1.9%）>能源（1.9%）>医疗保健（0.9%）>非银金融（0.6%），银行股尤其受险资偏好，地产股其次。从持仓集中度来看，截至 2021Q1 末，共有 358 个 A 股标的被险资持有，Top20 股票的持股市值合计 5,350 亿元，占总持仓市值的 76.0%。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

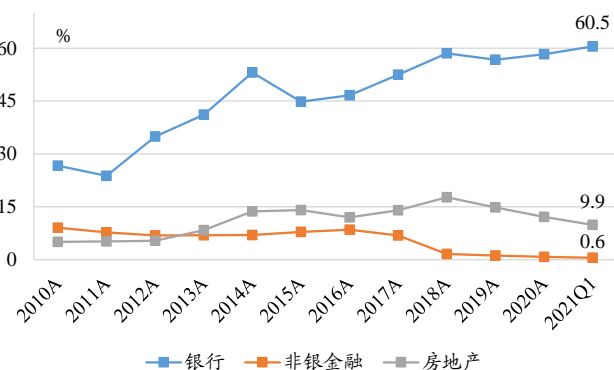
- 39 -

图81、2010 至今险资持仓行业结构



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图82、2010 至今险资持仓银行、地产、非银金融比例



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

重仓股特点分析。截至 2021Q1 末，险资 A 股 Top50 重仓股规模合计 6,338 亿元，占比 90.1%，能较好体现险企整体持仓风格。1) **偏好大盘股。**重仓的 50 只股票中，截至 2021Q1 末的市值中位数为 1,007 亿元，74% 的股票市值在 500 亿元以上。2) **重仓银行、地产及消费股。**重仓股中的银行股、地产股、消费股（含日常消费及可选消费）数量各为 16、9、9 只，合计 34 只。3) **偏好低估值价值股。**截至 2021Q1 末，重仓股 PE 中位数为 9.8 倍；2018-2020 年营收复合增速的中位数为 8.2%，2020 年 ROE 中位数为 9.5%。4) **注重股息回报，同时享受白马股资本利得。**重仓股 2018-2020 年股息率均值的中位数为 3.3%，其中持仓 Top10 中的兴业银行、浦发银行、民生银行、金地集团、工商银行、农业银行股息率均在 4% 以上。受益于重仓的银行股（招商银行、兴业银行、平安银行等）、白酒股（五粮液、贵州茅台、泸州老窖等）等白马股股价走高，2018-2020 年重仓股累计涨幅的算术均值达 36.2%，较同期沪深 300 累计涨幅高出 6.9pcts，实现较为稳健的超额回报。

内资险企的重仓股适应 IFRS-9 准则。险企将于 2023 年 1 月 1 日开始全面实行 IFRS-9 准则。IFRS-9 下，险企将权益资产计入可供出售金融资产以调节会计利润的途径失效，且难以抑制资本市场波动对当期利润的影响，因此权益资产配置将更倾向于价值投资。一是增配高分红、分红率稳定的蓝筹股计入 FVOCI；二是筛选基本面良好、股价波动小的股票计入 FVTPI；三是对于重大权益投资尽量按权益法入账。

表 12、险资持仓额度前 50 名 A 股标的（截至 2021.3.31）

公司名称	持仓市值(亿元)	标的总市值(亿元)	行业	持仓占股票总投资之比(%)	持仓占标的A股流通股之比(%)	三年累计涨跌幅(%)	三年平均股息收益率(%)	ROE(%)	PE	营业收入三年复合增速(%)
招商银行	1,076.7	12,844	银行	15.30	10.21	92.0	3.3	13.4	13.2	9.6
兴业银行	672.8	5,005	银行	9.56	14.24	63.5	4.1	10.8	7.5	13.2
浦发银行	638.9	3,226	银行	9.08	19.80	3.6	4.5	9.1	5.5	5.2
民生银行	440.8	2,108	银行	6.26	24.61	-13.7	5.3	6.5	6.4	8.6
平安银行	358.0	4,271	银行	5.09	8.39	110.9	1.3	7.9	14.8	13.2
长江电力	355.5	4,876	公用事业	5.05	7.29	50.0	3.9	15.3	18.5	4.8
金地集团	272.5	542	房地产	3.87	50.27	19.1	5.3	18.1	5.6	30.9

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

工商银行	258.2	19,030	银行	3.67	1.73	4.3	4.8	10.9	6.3	6.7
农业银行	174.9	11,662	银行	2.48	1.75	0.5	5.2	9.8	5.5	7.0
华夏银行	165.1	991	银行	2.35	19.99	-21.5	3.5	7.6	4.7	12.8
邮储银行	149.3	5,232	银行	2.12	22.57	9.0	2.6	9.6	8.4	8.4
中国联通	136.2	1,324	电信服务	1.94	10.45	-24.2	1.2	3.7	24.0	3.4
保利地产	105.9	1,703	房地产	1.51	6.22	19.6	4.6	16.1	5.9	18.4
五粮液	88.0	10,402	日常消费	1.25	0.86	324.2	2.0	23.3	53.6	23.8
杭州银行	87.8	1,002	银行	1.25	10.31	129.1	3.2	8.8	14.0	20.7
贵州茅台	87.2	25,237	日常消费	1.24	0.35	206.0	1.6	28.9	54.0	17.7
金风科技	83.7	585	工业	1.19	17.40	-9.7	1.9	8.7	20.2	30.8
金融街	72.3	204	房地产	1.03	35.43	-22.0	4.3	6.9	8.2	-10.8
华侨城 A	63.0	836	可选消费	0.89	8.76	41.9	4.8	16.2	6.6	24.6
中国船舶	62.7	686	工业	0.89	16.75	-19.1	0.3	0.7	145.5	49.0
中国石化	62.6	5,030	能源	0.89	1.51	-17.0	6.4	4.4	15.9	-3.7
华夏幸福	61.6	246	房地产	0.87	25.18	-71.8	3.3	5.9	2.0	19.3
陕西煤业	55.2	1,106	能源	0.78	4.99	63.7	5.7	21.2	7.9	23.0
中国银行	54.0	9,153	银行	0.77	0.77	-1.0	5.5	9.5	5.1	5.4
万达信息	50.0	171	信息技术	0.71	29.25	-25.2	0.1	-88.2	-10.2	7.6
万科 A	44.6	3,405	房地产	0.63	1.53	1.0	4.0	18.5	8.4	19.9
阳光城	44.5	252	房地产	0.63	18.07	-17.1	3.1	17.0	4.8	35.3
上海银行	43.5	1,249	银行	0.62	3.61	21.1	4.4	11.0	6.0	15.3
南京银行	41.2	1,013	银行	0.58	4.80	42.9	5.1	12.3	8.0	11.5
南玻 A	40.9	151	材料	0.58	33.18	9.2	1.3	7.6	26.9	-0.6
招商蛇口	39.7	972	房地产	0.56	4.08	-37.4	4.5	12.1	7.9	19.8
北京银行	34.6	1,015	银行	0.49	3.41	-18.7	5.6	9.8	5.1	8.5
浙商银行	32.7	817	银行	0.46	11.46	-14.0	3.0	9.4	7.0	11.7
京能电力	31.9	292	公用事业	0.45	10.95	36.6	3.5	5.5	19.0	18.0
格力电器	31.4	3,772	可选消费	0.45	0.84	44.4	4.7	19.3	23.2	4.3
农产品	29.9	100	日常消费	0.42	29.98	-17.5	0.7	5.8	23.7	9.1
招商公路	28.9	486	工业	0.41	19.05	-7.8	3.0	4.0	21.6	9.8
顾家家居	25.5	509	可选消费	0.36	5.08	89.5	2.0	12.5	40.6	23.9
中国铝业	25.3	600	材料	0.36	5.14	-20.3	0.0	1.4	86.6	1.1
泸州老窖	24.9	3,296	日常消费	0.35	0.76	317.4	2.2	26.0	54.9	17.0
包钢股份	22.5	711	材料	0.32	4.55	-28.0	0.2	0.8	-201.0	3.4
铜陵有色	21.7	281	材料	0.31	7.70	4.2	1.2	4.6	32.3	6.5
华峰化学	20.8	542	材料	0.30	9.11	142.6	0.8	19.7	19.9	52.5
上海临港	20.5	374	房地产	0.29	9.22	-25.0	1.0	9.7	28.4	23.8
金科股份	17.5	352	房地产	0.25	5.03	40.7	6.0	19.0	5.0	36.1
长江证券	17.1	390	多元金融	0.24	4.38	3.0	1.4	7.2	18.7	11.3
光大银行	16.9	2,050	银行	0.24	1.00	15.8	4.8	8.3	5.8	15.8
中银证券	16.6	493	多元金融	0.24	6.43	125.6	0.1	5.9	55.9	1.9
通威股份	16.4	1,474	日常消费	0.23	1.17	220.2	1.3	11.8	39.6	19.2
上汽集团	16.2	2,298	可选消费	0.23	0.71	-32.5	3.7	7.9	11.2	-5.5
中位数		1,007				4.3	3.3	9.5	9.8	12.3

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

*注: 三年平均股息收益率是 2018-2020 年均值; 营业收入三年复合增速是 2020 年较 2017 年的三年复合增速; ROE 为 2020 年数据, 其他为截至 2021.3.31 数据

● 举牌优质标的以促进保险产业链建设

长期股权投资方面，上市险企举牌以促进产业链建设，关注对科技公司的举牌力度。2018 年全年、2019 年全年、2020 年，中保协披露的上市险企公告举牌次数各为 5 次、10 次、11 次。高资本利用效率、高股息率的银行股、地产股等类债型股票及处于高成长期的高新技术公司受险资青睐。长期股权投资除了财务投资外，也能支持险企自身的业务发展。例如国寿将万达信息定位为健康类科技，与原有的保险科技互补。**政策方面**，2020 年 7 月 15 日，国务院常务会议指出“取消保险资金开展财务性股权投资行业限制”；而原保监会 2010 年发布的《保险资金投资股权暂行办法》规定“保险资金直接投资股权，仅限于保险类企业、非保险类金融企业和与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务等企业的股权”。预期未来险企财务性股权投资的目标公司类型更加多元化。由于当前类债型价值股估值中枢整体下滑，而科技股的业绩成长空间可期，并可为险企提供线上销售渠道、流量入口、技术支撑，我们预期险企后续有望加大对科技股举牌力度。

表 13、上市险企举牌上市公司历史情况

举牌险企	交易日	公告日	被举牌公司代码	被举牌公司名称	交易方式	交易后持股比例	交易后持股比例(含一致行动人)
中国人寿	2020/9/21	2020/9/24	01398.HK	工商银行	二级市场买入	5.0219%	5.4077%
	2020/3/13	2020/3/18	01816.HK	中广核电力	二级市场买入	10.005%	N/A
	2020/2/17-2020/2/19	2020/2/20	01288.HK	农业银行	二级市场买入	5.0018%	5.2470%
	2019/10/18	2019/10/21	300168.SZ	万达信息	二级市场买入	10.0084%	15.0259% ^[1]
	2019/8/6	2019/8/7	300168.SZ	万达信息	二级市场买入	4.9951%	10.0025%
	2019/7/31 至 2019/8/1	2019/8/5	02601.HK	中国太保	二级市场买入	5.04%	5.08%
	2019/7/25	2019/7/30	01816.HK	中广核电力	二级市场买入	4.977%	5.019%
	2019/6/23	2019/6/24	300168.SZ	万达信息	协议转让	9.9993%	15.0183% ^[1]
	2017/8/16	2017/8/20	600050.SH	中国联通	非公开发行	10.5647%	10.5718%
	2017/3/29	2017/4/11	600578.SH	京能电力	非公开发行	10.8352%	10.8353%
国寿集团	2017/1/24	2017/1/26	000166.SZ	申万宏源	非公开发行	10.6811%	10.7945%
	2020/6/3	2020/6/8	01399.HK	工商银行	二级市场买入	0.2371%	5.0001%
	2020/5/26	2020/5/29	01288.HK	农业银行	二级市场买入	1.042%	10.002%
	2019/4/26	2019/4/28	06806.HK	申万宏源	新股配售	6.9052%	N/A
国寿资管	2017/5/11	2017/5/11	06198.HK	青岛港	新股配售	16.38%	N/A
	2018/12/27	2018/12/28	300168.SZ	万达信息	协议转让	5.0025%	N/A
中国平安	2018/11/30	2018/12/1	600438.SH	通威股份	二级市场买入	1.9054%	5.00%
	2015/12/28	2015/12/28	600015.SH	华夏银行	协议转让	19.99%	N/A
	2019/7/26	2019/7/26	00817.HK	中国金茂	协议转让	15.2%	N/A
	2019/2/11	2019/2/11	600340.SH	华夏幸福	协议转让	25.25%	N/A
	2018/7/10	2018/7/10	600340.SH	华夏幸福	协议转让	19.88%	N/A
	2018/3/19	2018/3/19	00570.HK	中国中药	定向增发	12%	N/A
	2018/1/23	2018/2/9	002777.SZ	久远银海	非公开发行	5.8274%	8.54%
	2017/12/5	2017/12/6	00005.HK	汇丰控股	二级市场买入	0%	5.01% ^[2]
	2017/11/21	2017/11/20	GDS.O	万国数据	可转债转股	0%	6.73% ^[3]
	2017/9/22	2017/9/22	4540.T	株式会社津村	非公开发行	10%	N/A

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	2017/7/27	2017/7/27	00884.HK	旭辉股票	非公开发行	9.94%	N/A
	N/A	2016/10/25	600315.SH	上海家化	公司注销回购股票, 平安持股比例被动提升	0.6088%	30.0230%
	N/A	2016/6/13	02007.HK	碧桂园	公司注销回购股票, 平安持股比例被动提升	10.02%	N/A
	2016/3/27	2016/3/29	002777.SZ	久远银海	非公开发行	3.69%	6.35%
太保 人寿	2020/4/7	2020/4/9	02006.HK	锦江资本	二级市场买入	15.10%	N/A
	2020/3/18	2020/3/20	02006.HK	锦江资本	二级市场买入	10.46%	N/A
	2020/2/24	2020/2/27	01772.HK	赣锋锂业	二级市场买入	3.38%	5.16%
	2020/2/19	2020/2/24	02006.HK	锦江资本	二级市场买入	5.015%	N/A
	2019/12/2	2019/12/4	600848.SH	上海临港	非公开发行	5.33%	N/A
太平 人寿	2020/7/4	2020/7/6	000157.SZ	中联重科	非公开发行	5.53%	5.5412%
	2020/3/23	2020/3/24	01288.HK	农业银行	二级市场买入	5.03%	N/A
	2019/12/16	2020/1/3	000031.SZ	大悦城	非公开发行	6.61%	N/A

资料来源: 中国保险业协会, 兴业证券经济与金融研究院整理

*注: [1]计算相关持股比例时, 总股本数已剔除公司回购专用账户中股份数量; [2]一致行动人为平安资管, 汇丰股票全部由平安资管持有, 持股比例按香港(而非英国)申报标准计算; [3]一致行动人为平安人寿 100%持股的 SPV: Falcon, 平安人寿不直接持有万国数据的股票; N/A 表示无一致行动人; 持股比例的计算分母为公司在该上市市场的股本; 各数据的小数位数保留值以举牌公告为准

2.3.3、实际投资收益率高于精算假设

险企整体达到 5% 的投资回报假设。主要险企 2014-2020 年总投资收益率均在皆在 5% 以上: 平安 (5.9%) > 太保 (5.7%) > 新华 (5.5%) > 国寿 (5.1%)。2021Q1, 主要险企的总投资收益率为: 新华 (7.9%) > 国寿 (6.4%) > 中国财险 (5.8%) > 太保 (4.6%) > 平安 (3.1%), 总投资收益率同比变动幅度为: 新华 (2.8pcts) > 国寿 (1.3pcts) > 中国财险 (1.1pcts) > 太保 (0.1pcts) > 平安 (-0.3pcts); 总投资收益额的同比增速为: 新华 (74.1%) > 国寿 (43.3%) > 太保 (36.1%) > 人保 (34.3%) > 中国财险 (29.4%) > 平安 (-7.8%)。险企总投资收益率及收益额整体提升, 在资本市场震荡背景下体现出良好的投资能力。其中, 新华及国寿表现亮眼, 系因灵活把握固收类资产配置节奏和久期策略, 并在控制权益风险敞口的前提下把握投资机会及浮盈实现节奏。平安总投资收益率下降, 部分由于对华夏幸福计提了三分之一、合计 182 亿元的减值准备。

图83、险企保险资金总投资收益

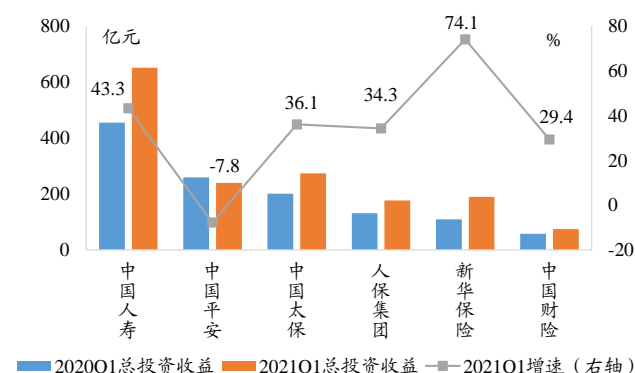
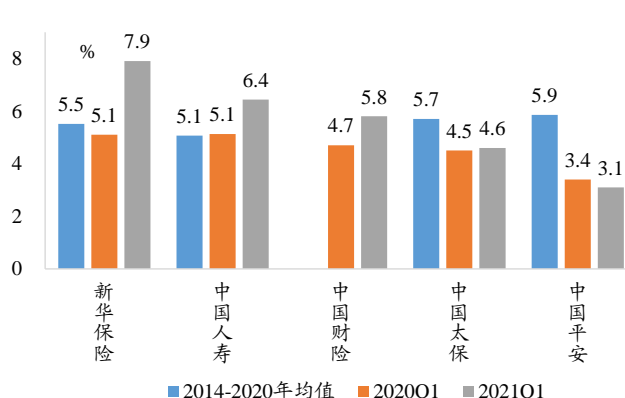


图84、险企保险资金总投资收益率



资料来源: 各公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 各公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

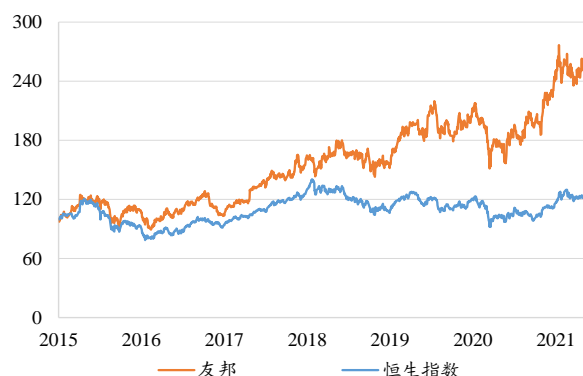
3、投资策略及重点公司推荐

3.1、保险股复盘：投资价值分析

● 港股保险股走势及估值的影响因素

港股保险板块股价及估值主要受大盘走势、长端利率、新单增速及质量、成长预期、政策环境影响。1) 传统保险公司的 β 属性主要来自于投资端，险企资产久期显著短于负债久期则强化其 β 属性。部分险企股价走势与大盘及10年期国债收益率走势趋同（分别影响权益投资收益、固收资产到期收益）；互联网险企众安在线的 β 属性主要来自其科技业务，股价走势与科技指数走势趋同。2) 险企 α 属性来自于负债端（承保端），友邦及平安的 α 属性较强，股价走势相对独立。3) 同时，险企股价走势受成长预期影响，主要体现为保费增速及政策两方面。

图85、2017年以后中国平安股价走势开始独立于大盘 图86、友邦保险股价走势独立



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：平安、沪深300指数、恒生指数走势是以100为基点、2014年12月31日为基准日编制

图87、内资寿险标的的股价走势与长端利率高度趋同

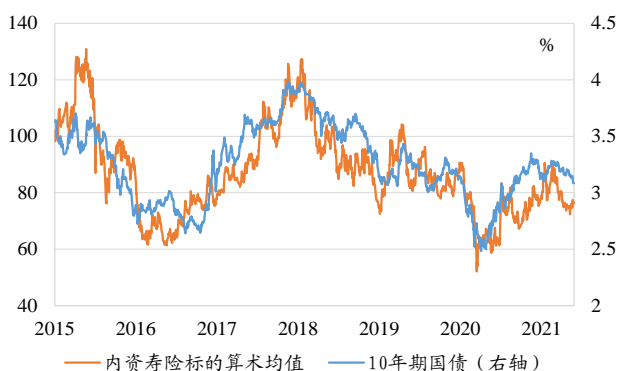


图88、2019年后内资寿险标的的股价走势明显跑输大盘



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

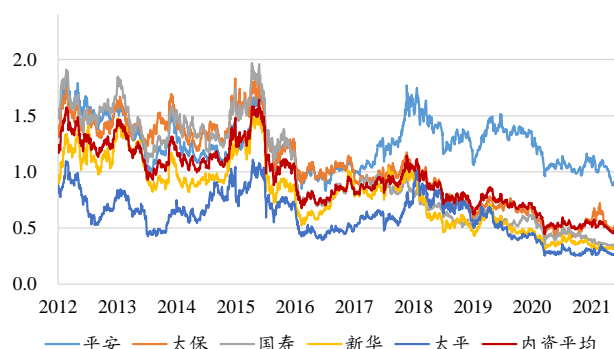
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：内资寿险标的及沪深300指数走势是以100为基点、2014年12月31日为基准日编制；这里的内资寿险标的的算术均值是指中国人寿、中国太保、新华保险、中国太平四家公司的均值

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 44 -

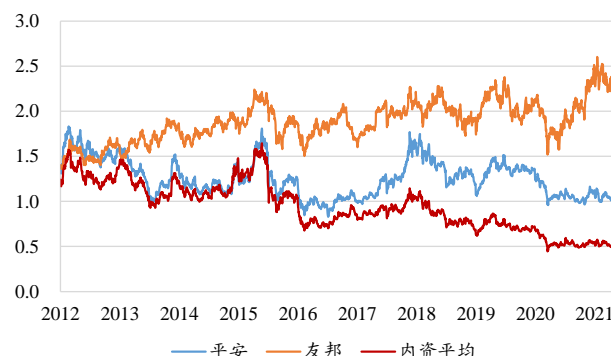
图89、内资险企 PEV 估值水平走低



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

*注: 内资均值是平安、国寿、太保、太平、新华五家公司的均值

图90、友邦、平安 PEV 估值水平高于同业

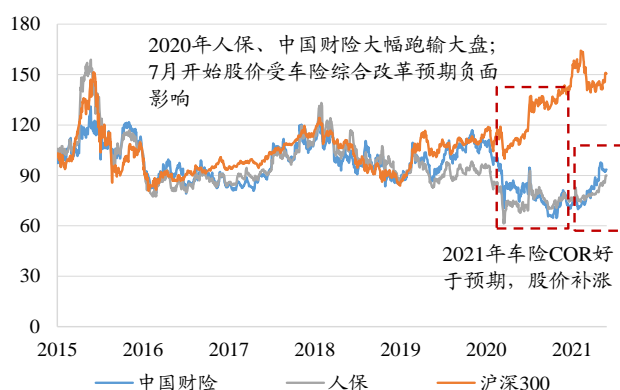


资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

寿险标的: 1) 平安、友邦 α 属性强, 股价及估值水平走势与其自身基本面关联度高。2) 中国人寿、中国太保、新华保险、中国太平四家内资寿险标的(纯寿险公司或保费以寿险为主)的利源结构中利差占比高, 内含价值对利率及投资收益率的敏感程度高, 四家公司股价走势受投资端表现及预期的影响大, 体现为走势与大盘及长端利率的关联度高。由于NBV增速放缓、市场形成利率下行预期, 近年四家险企估值水平走低。

财险标的: 1) 传统财险公司: 中国财险及人保集团的股价走势与大盘及长端利率正相关。其股价走势受政策影响明显, 自车险综合改革征求意见稿颁布至2021Q1业绩披露前, 市场形成对财险标的的保费及利润的悲观预期, 传统财险标的的估值波动下行。2) 众安在线股价走势与恒生科技指数高度相关, 贝塔属性主要来自其科技属性。

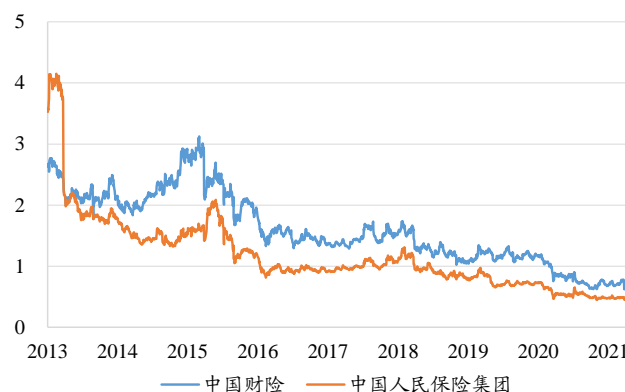
图91、中国财险、人保集团股价及大盘走势



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 以 2014 年 12 月 31 日为基准日, 以 100 为基点

图92、中国财险、人保集团 PB 估值水平走低



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图93、众安在线股价走势与恒生科技指数趋同

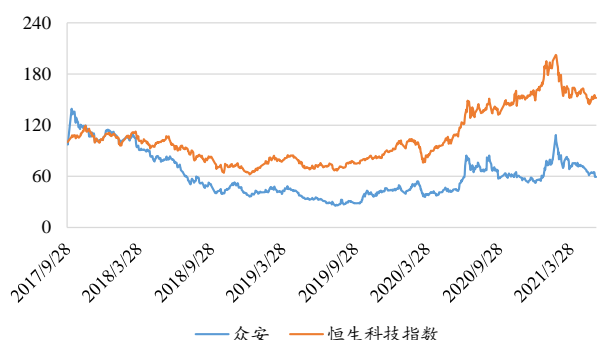
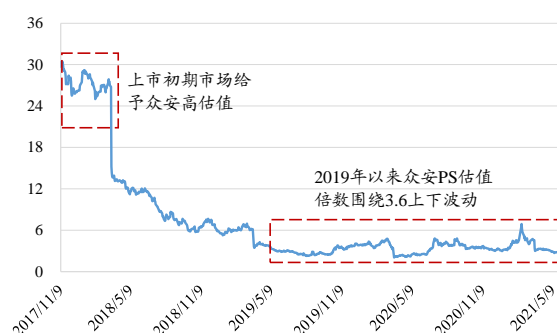


图94、众安在线 PS 估值走势



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

*注: 以 2017 年 9 月 28 日 (上市日期) 为基准日, 以 100 为基准点

● 港股保险股历史投资回报及配置价值

港股险企历史股价走势分化, 优质个股有超额回报。原因一是标的本身业绩走势及成长预期有差异; 二是外资定价权较高, 更偏好业绩透明度高的财险龙头标的 (如中国财险), 以及股权结构较分散、有治理优势的标的 (如友邦保险、中国平安)。2013 年年初至 2021 年 6 月 8 日, 友邦、平安大幅跑赢大盘, 中国财险整体跑赢大盘; 国寿、人保、新华、太平则明显跑输大盘。

表 14、港股保险公司历年股价涨跌幅 (截至 2021.6.8) (单位: %)

代码	公司/指数	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	累计涨幅
02318.HK	中国平安	8.1	15.5	10.1	-8.2	114.1	-12.6	36.5	6.2	-12.7	199.3
01336.HK	新华保险	-11.7	51.8	-16.4	10.7	52.0	-40.6	10.3	-5.4	-6.4	9.4
02601.HK	中国太保	7.9	32.2	-17.9	-11.3	42.5	-30.5	25.9	4.6	-6.3	27.1
02628.HK	中国人寿	-3.3	27.8	-16.6	-17.0	22.9	-30.7	31.5	-17.8	-6.9	-26.7
00966.HK	中国太平	0.9	47.5	8.1	-33.3	84.1	-26.3	-9.7	-26.3	0.6	-2.6
01299.HK	友邦保险	30.0	12.2	9.1	-4.6	54.8	-1.0	27.9	18.3	3.1	263.0
01339.HK	中国人民保险集团	-3.9	-2.9	4.9	-18.7	27.3	-17.1	4.6	-18.4	19.1	-14.6
02328.HK	中国财险	13.9	39.6	4.3	-19.3	27.7	-17.4	21.7	-32.9	27.1	46.4
HSI.HI	恒生指数	2.9	1.3	-7.2	0.4	36.0	-13.6	9.1	-3.4	5.7	27.0

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究

*注: 2013-2020 年为截至 12.31 的年内涨跌幅, 2021 为截至 2021.6.8 的年内涨跌幅; 累计涨幅是 2013 年初至 2021.6.8 的累计涨幅; 红底表示公司股价涨幅跑赢大盘 10pcts 以上, 蓝底表示公司股价涨幅跑输大盘 10pcts 以上

港股保险股的配置价值: 以成长股逻辑逢低配置优质个股, 长期持有, 获取资本利得, 兼顾股息收入。当前优质港股保险个股属于业绩安全系数高、股价下行风险较低的成长股, 适合长期持有。

3.2、投资策略：长线布局优质个股

长线布局受益于结构性机遇的优质寿险标的、强制恒强逻辑加固的财险龙头。

● 寿险标的投资策略：长线布局受益于结构性机遇的优质标的

人身险行业具备结构性机遇。险种机遇：行业保费增长点主要来自长期储蓄型保单，受益于养老产业链布局；医疗险主要发挥获客功能；**客群机遇：**富裕及高净值群体财富积累，中高端赛道有结构性机遇，高素质代理人渠道与之对接。

优质个股具备超额收益。目前市场整体以成长股逻辑为寿险标的定价，股权结构分散、短期业绩改善、长期空间广阔的标的受青睐。2021年，疫情对寿险业负面影响持续，我们精选个股，看好高质量发展、业务长线布局的友邦、平安、太保。

1) 股权结构及治理方面，友邦、平安股权结构分散，公司激励机制及治理水平处于行业前列；中国太保2020年发行GDR，引入瑞再基石投资者，近期长青计划加强核心员工激励，引入友邦前区域CEO，公司治理水平提升。**2) 短期业绩表现方面，**2020年受疫情负面影响最大的是保障型业务占比较高的标的，友邦、平安、太保2020年NBV基数低；2021Q1友邦除香港外的主要市场NBV均高于疫情前的2019Q1水平，平安及太保恢复了2021年开门红力度，新单保费低基数改善。我们预期2021年全年友邦的NBV增速可达15%，平安和太保将正增长。**3) 长期空间方面，**目前人身险业的结构性机遇在于中高端寿险市场、长期储蓄型保单及养老产业链，友邦、平安、太保均具备突出优势。友邦长期锚定中高端寿险赛道，在高素质代理人渠道、高净值客户服务、保险金信托及大额保单、保险医疗直付等方面具备竞争优势；平安于2018年开始的寿险改革核心即是转型中高端寿险业务，公司具备包括平安银行在内的综合金融平台优势，代理人产能目前仍领先多数内资险企，并在渠道、保险财富管理、医疗直付方面具备优势；太保近期大健康、大养老布局速度加快、优势增强。

● 财险标的投资策略：龙头公司强者恒强

关注财险龙头。财险龙头具备相对优势。传统财险公司通用PB-ROE估值体系，ROE水平受综合成本率(=1-承保利润率)影响更大，受保费增速影响稍小。参照海内外经验，龙头财险公司因品牌、网点、服务、渠道优势，以及盈利能力的规模效应，承保利润率明显高于行业均值。**从近期表现来看，**2020年车险综合改革落地前及落地初期，市场对财险公司的车险综合成本率持偏悲观预期，中国财险的估值水平走低。但其车险新单自综合改革落地以来，始终保持承保盈利，2021Q1车险综合成本率94.6%而优于市场预期。公司的信保业务赔付压力已大幅下降，车险持续承保盈利，预计2021年COR下降；未来三年ROE在12%以上。**从长期趋势来看，**对标海外龙头财险标的，中国财险的费用率有进一步下降空间，综合成本率水平长期内有望下降至95%以下。

3.3、重点公司推荐：友邦保险、中国平安、中国太保、中国财险

个股推荐友邦、平安、中国财险、太保。其中，友邦、平安、太保受益于长期储蓄型保单销售；友邦是中高端寿险市场的最大受益者，平安其次；太保受益于近期人才、治理、康养产业布局。中国财险稳居财险龙头，强者恒强，有补涨空间。

3.3.1、友邦保险（01299.HK）：中高端寿险标杆，受益中国市场开拓

表 15、友邦保险主要财务指标

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿美元)	503.6	558.1	623.8	690.8
同比增长(%)	6.6	10.8	11.8	10.7
归属股东净利润(亿美元)	57.8	66.2	76.1	86.2
同比增长(%)	-3.3	14.5	15.0	13.3
新业务价值(亿美元)	27.7	32.4	38.1	45.1
同比增长(%)	-33.4	17.3	17.6	18.2
内涵价值(亿美元)	652.5	729.9	808.1	895.9
同比增长(%)	5.3	11.9	10.7	10.9
每股收益(美元)	0.48	0.55	0.63	0.71
每股派息(港元)	1.35	1.59	1.88	2.18

数据来源：友邦保险财报，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

“买入”评级，目标价 113.10 港元。我们看好友邦 2021 年业绩改善情况及长期发展空间，预期未来三年 NBV 年复合增速可达 15% 以上，高于内资险企。

一是友邦核心竞争壁垒高筑（明确的中高端寿险赛道定位+高素质代理人渠道优势），持续收割亚太地区 18 个市场的人口及行业发展红利。

二是 2021 年业绩改善的确定性强。在公司 2020 年较低业绩基数背景下，友邦主要市场业绩回暖。友邦 Top5 市场中，中国内地、泰国、新加坡、马来西亚 2021Q1 的 NBV 均高于 2019Q1。其中，中国内地为第一大市场，2021 年内地业务受益于 2020 年新入职代理人的双位数正增长。东南亚市场已在 2020H2 强劲复苏。中国澳门在 2020 年 9 月底恢复中国内地旅客个人游计划后，内地访客新单保费反弹。我们认为内地居民利用离岸保单进行资产跨区域配置的需求依然旺盛，同时不排除 2021Q4 中国香港放宽内地访客入境的可能性，届时友邦中国香港的离岸业务将得以恢复。业绩低基数+渠道优势持续+2020 年逆势招募代理人+疫情影响减弱，我们预期 2021 年友邦的新业务价值双位数正增长。

三是预计未来 5 年友邦中国内地新市场有序开拓，提振长期成长空间，并提高市场预期。友邦中国内地分转子，公司拟拓展 10 至 12 个新的省份市场，预期潜在客户是此前 7 个内地市场的 4 倍。2021 年 4 月四川分公司已开业，预期 2021 年友邦还将在内地拓展一至两个新省份市场。

图95、MDRT 成员数跨国机构 Top10(截至 2020.7.1)

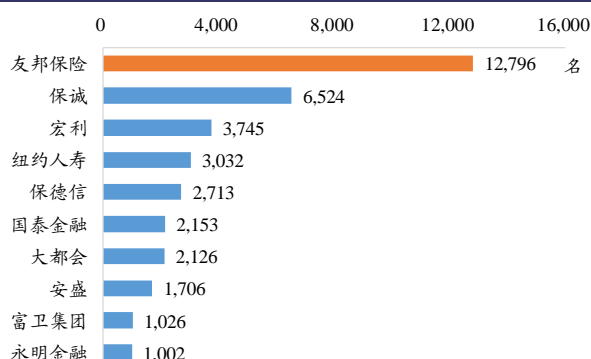
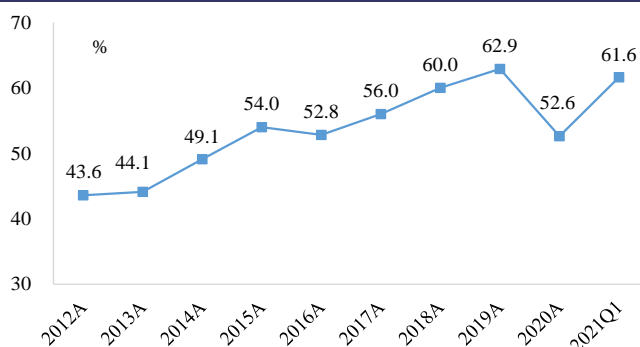


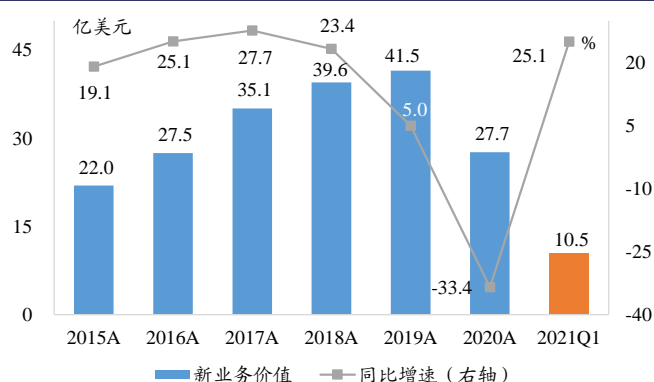
图96、友邦保险新业务价值率



资料来源：友邦保险财报，兴业证券经济与金融研究院整理

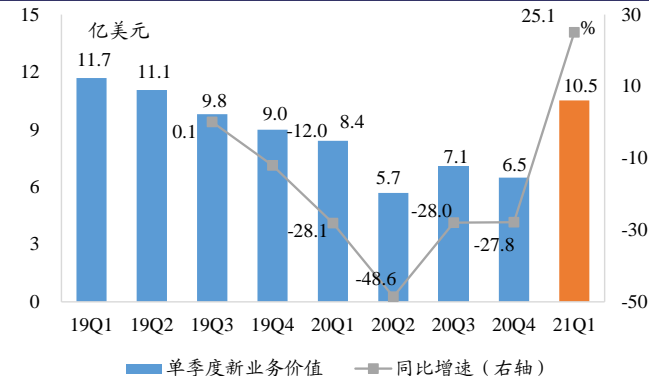
资料来源：友邦保险财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图97、友邦保险新业务价值及同比增速



资料来源：友邦保险财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图98、友邦保险单季度新业务价值及同比增速



资料来源：友邦保险财报，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3.2、中国平安 (02318.HK)：长期内看好综合金融平台优势和寿险改革

表 16、中国平安主要财务指标

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	13,214	13,935	15,353	17,048
同比增长(%)	3.8	5.5	10.2	11.0
归属股东净利润(亿元)	1,431	1,569	1,768	1,972
同比增长(%)	-4.2	9.7	12.6	11.6
新业务价值 (亿元)	496	550	612	682
同比增长(%)	-34.7	11.0	11.2	11.5
集团内涵价值 (亿元)	13,281	15,022	17,011	19,283
同比增长(%)	10.6	13.1	13.2	13.4
每股收益(元)	8.10	8.88	10.00	11.16
每股派息 (元)	2.20	2.65	3.29	4.04

数据来源：中国平安财报，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

“买入”评级，目标价 113.09 港元。从存量逻辑来看，平安具备联席 CEO 制度、

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

寿险财险双龙头地位（且寿险高线城市市占率第一）、产品及渠道创新能力、综合金融及科技平台优势，ROE 内资险企领先，是行业标杆；2019 年以来的管理层变动及寿险改革短期压力的影响减弱。

一是看好平安 2021 年业绩改善情况，业绩低基数+恢复开门红力度+长期医疗险获客+平安六福等产品布局（保障型产品性价比提升），2021 年 NBV 有望双位数正增长；信保业务已于 2020H2 扭亏为盈；2021 年计提华夏幸福减值则降低表内风险。

二是看好平安五大生态圈建设、综合金融平台优势（含银行渠道资源）、交叉获客、资源整合能力及对公司业绩的长期拉升作用。2021 年 4 月 30 日，平安公告称其将投资方正集团重整项目，平安人寿将用自有资金以 370.5 至 507.5 亿元对价受让新方正集团 51.1%至 70.0%股权；此次拟收购的是原方正集团下属优质保留资产出资设立新方正集团，不包括原有不良资产，风险较低；并可进一步深化平安的医疗健康产业战略布局，加快构建“线上+线下”医疗健康生态圈。参照此前经验，平安曾于 2003 至 2011 年三次收购银行以建立综合金融平台，于 2016 年收购汽车之家以打造汽车生态，均收效显著。

三是预期寿险改革 2021 年成效相对有限，但存在长期利好。平安寿险改革聚焦渠道+产品+经营升级，顶层设计已于 2020 年基本完成，目前进入全面推广实施阶段；寿险改革方向明确，拓展中高端市场潜力。

图99、平安单季度新业务价值率

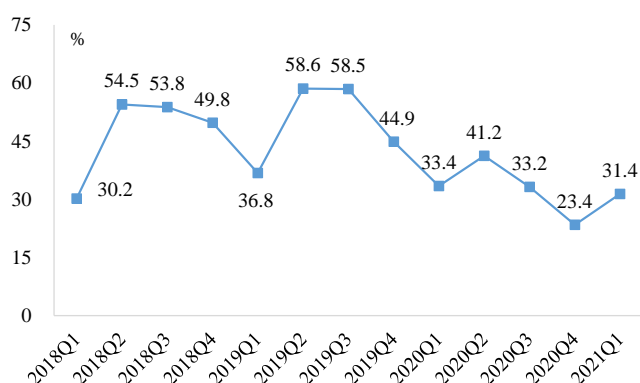
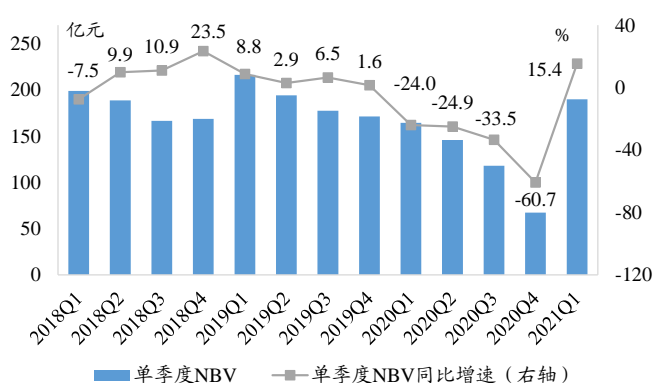


图100、平安单季度新业务价值



资料来源：中国平安财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：中国平安财报，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3.3、中国太保（02601.HK）：长航计划落地，看好健康及养老业务布局

表 17、中国太保主要财务指标

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	4,190	4,513	4,971	5,494
同比增长(%)	9.5	7.7	10.2	10.5
归属股东净利润(亿元)	245.8	270.0	299.9	333.6

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

同比增长(%)	-11.4	9.8	11.1	11.2
新业务价值(亿元)	178.4	197.5	218.3	240.3
同比增长(%)	-27.5	10.7	10.5	10.1
内涵价值(亿元)	4,593	5,246	5,994	6,824
同比增长(%)	16.0	14.2	14.3	13.8
每股收益(元)	2.63	2.81	3.12	3.47
每股股息(元)	1.30	1.35	1.53	1.73

数据来源：中国太保财报，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

“审慎增持”评级，目标价 39.38 港元。太保经营风格稳健；2020 年发行 GDR 并引入基石投资者 Swiss Re，在上海、香港、伦敦三地上市，股权结构相对分散，管理层自主权较高；公司的分红率水平较同业领先，2012 至 2020 年的派息比率均在 39% 以上；近期非车险高增长。我们预计太保寿险新单 2021 年低基数改善，2021 年全年 NBV 正增长，看好长青计划与长航计划、健康及养老产业链布局。

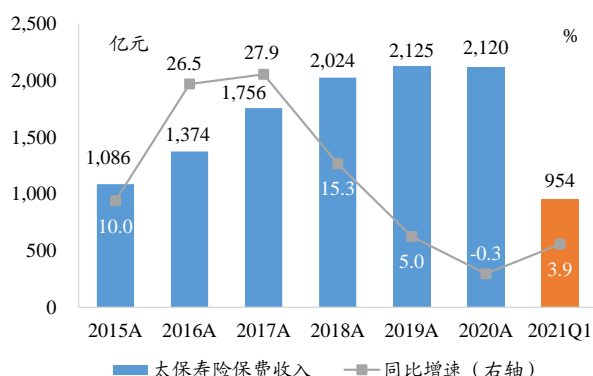
一是长青计划在太保寿险及产险试点以加强核心员工激励；公司引入友邦集团前区域 CEO 蔡强作为太保寿险总经理（首席执行官），蔡强曾任友邦保险区域首席执行官、友邦中国 CEO，兼具国际化和本地化保险机构管理经验；预期将促进寿险价值转型及核心城市业务发展。

二是代理人新基本法于 2020 年 12 月发布以加强绩优人力建设，2021 年 1 月提出的长航计划强调线上获客、客户经营、保障型产品及服务升级。

三是太保大健康战略持续推进，2020 年 8 月发布的《2020-2025 年大健康发展规划》完善顶层设计；8 月率先上新长期医疗险产品；9 月与瑞金医院签署互联网医院合作协议；2021 年 3 月银保监会批复太保安联更名为“太平洋健康保险”，由太保集团全资控股（安联集团退出）；2021 年 4 月 27 日，由太保寿险首席承保的“沪惠保”正式发布，至此，太保寿险作为主承保单位的惠民保项目已涵盖宁波、淄博、衢州、绍兴、舟山、上海等地，利好品牌宣传。

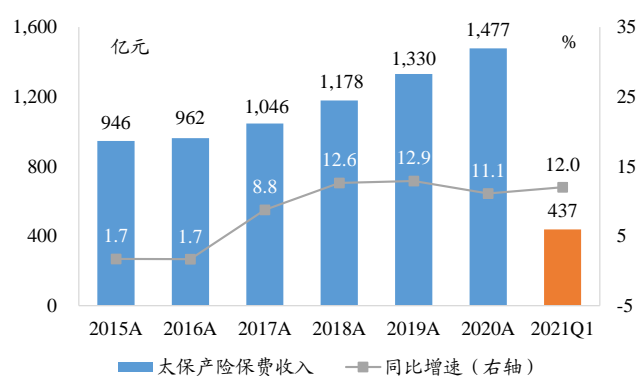
四是养老产业加速布局，目前已有 8 个太保家园项目在成都、杭州、厦门、大理、上海、南京、武汉 7 市落地并自 2021 年开始陆续开业，另有北京项目即将落地。

图101、太保寿险保险业务收入及同比增速



资料来源：中国太保财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图102、太保产险保险业务收入及同比增速



资料来源：中国太保财报，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

3.3.4、中国财险（02328.HK）：财险龙头，看好 ROE 表现及投资价值

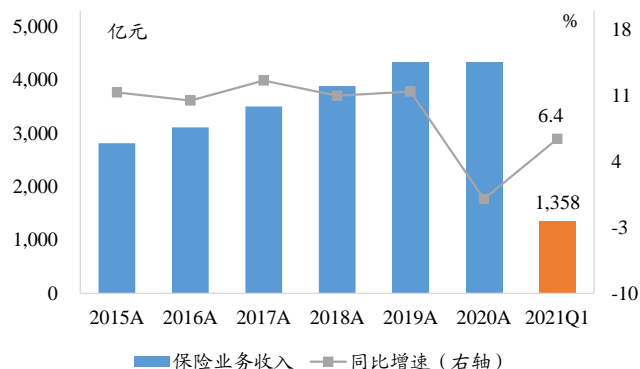
表 18、中国财险主要财务指标

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
总保费收入（亿元）	4,332	4,413	4,910	5,441
同比增长(%)	0.0	1.9	11.3	10.8
归属股东净利润(亿元)	208.7	236.3	268.5	307.1
同比增长(%)	-14.1	13.2	13.6	14.4
承保利润率(%)	1.1	1.8	2.1	2.3
ROE (%)	11.6	12.0	12.6	13.4
资产负债率(%)	8.5	9.2	9.9	10.7
每股收益(元)	0.94	1.06	1.21	1.38

数据来源：中国财险财报，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

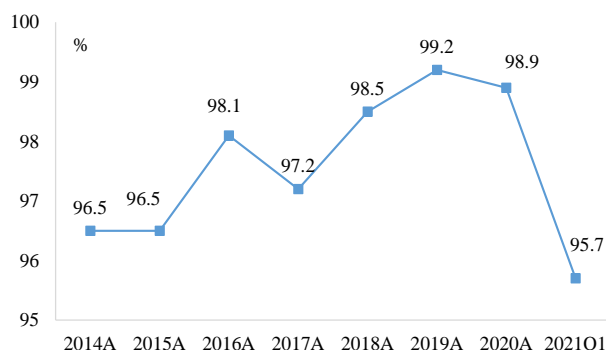
“买入”评级，目标价 9.18 港元。中国财险是 PICC 的核心成员和标志性主业，稳居财险龙头，费用率、综合成本率低于同业。我们一是看好中国财险的 ROE 表现，预计未来三年在 12% 以上。财险公司 ROE 受综合成本率影响大，受保费增速影响稍小。综合成本率方面，2021Q1 公司车险综合成本率 94.6%，整体 COR 同比-1.4pcts 至 95.7%。公司的信保业务赔付压力已大幅下降，车险持续承保盈利，预计 2021 年 COR 下降。保费方面，2021Q1 中国财险的车险保费同比下降 6.7%，预期在车均保费下降、汽车保有量提升、商车险投保率提升等因素交织作用下，全年车险保费降幅在 12% 以内；叠加非车险保费增长，预期全年财险总保费正增长。二是看好中国财险的长期投资价值。财险公司的规模效应、盈利能力的龙头效应显著，中国财险的网点、品牌、渠道优势突出，费用率持续低于同业，同时受车险市场化定价的长期利好。财险公司由于负债端可实现承保盈利（也即负债成本为负），因此经营状况受未来利率及投资收益波动的负面影响较小，长期投资价值凸显。

图103、中国财险保险业务收入及同比增速



资料来源：中国财险财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图104、中国财险历年综合成本率



资料来源：中国财险财报，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 52 -

4、行业估值

截至 2021 年 6 月 8 日收盘，港股上市保险公司平均 PEV 为 0.80 倍，中资港股保险公司平均 PEV 仅为 0.45 倍，以财产保险为主的传统保险公司平均 PB 水平为 0.52 倍，互联网财险公司众安在线的 PS 为 2.96 倍。

表 19、保险行业估值表

代码	公司	股价	港股市值	总市值	EV		PEV
					2019A	2020A	2020A
		(港元)	(十亿港元)	(十亿港元)	(元)	(元)	
02318.HK	中国平安	81.4	606.2	1,532.2	67.6	75.1	0.89
01336.HK	新华保险	28.3	29.3	154.1	65.7	77.1	0.30
02601.HK	中国太保	26.9	74.7	359.7	43.7	47.7	0.46
02628.HK	中国人寿	15.9	118.5	1,017.5	33.3	37.9	0.35
					(港元)	(港元)	
00966.HK	中国太平	14.1	50.5	50.5	44.6	52.9	0.27
					(美元)	(美元)	
01299.HK	友邦保险	97.0	1,173.4	1,173.4	5.1	5.4	2.32
					(美元)	(美元)	
02378.HK	保诚	160.8	8.2	421.1	21.0	20.7	1.00
	平均						0.80
代码	公司	股价	港股市值	总市值	每股账面净值		PB
					2019A	2020A	2020A
		(港元)	(十亿港元)	(十亿港元)	(元)	(元)	
01339.HK	中国人民保险集团	2.9	25.6	289.8	4.1	4.6	0.53
02328.HK	中国财险	7.5	51.5	165.9	7.6	8.5	0.72
01508.HK	中国再保险	0.8	5.6	35.7	2.1	2.2	0.32
	平均						0.52
代码	公司	股价	港股市值	总市值	每股销售额		PS
					2019A	2020A	2020A
		(港元)	(十亿港元)	(十亿港元)	(元)	(元)	
06060.HK	众安在线	40.9	58.1	60.1	10.0	11.4	2.96

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院

*注：股价截至 2021 年 6 月 8 日收盘

图105、中国平安历年 PEV 水平



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

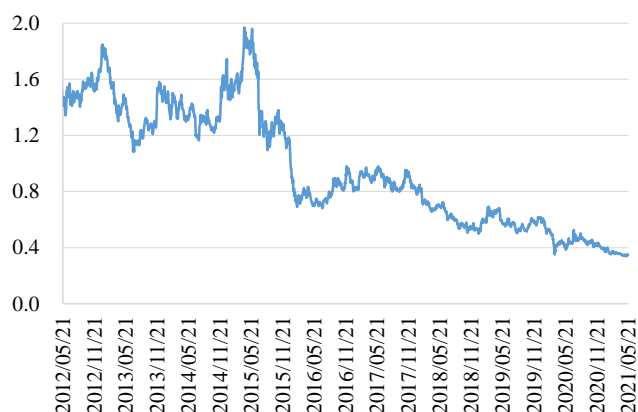
图106、中国太保历年 PEV 水平



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图107、中国人寿历年 PEV 水平



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图108、新华保险历年 PEV 水平



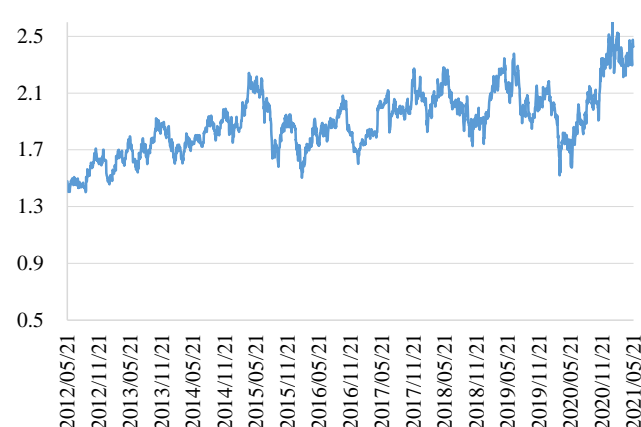
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图109、中国太平历年 PEV 水平



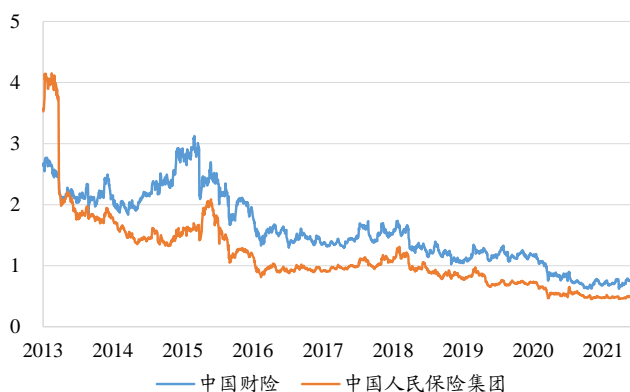
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图110、友邦保险历年 PEV 水平



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图111、中国财险及中国人民保险集团历年 PB 水平



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图112、众安在线 PS 水平



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

5、风险提示

- 1) **资本市场波动**: 股市波动导致险企权益资产收益降低、长期股权投资减值, 长端利率下行导致固收资产到期收益下滑;
- 2) **保费收入不达预期**: 疫情影响超预期、代理人队伍脱落等因素导致人身险保费收入不及预期; 车险改革导致财险保费下滑。保费不达预期导致险企净资产、新业务价值、内含价值指标偏低, 同时压制市场情绪;
- 3) **保险行业政策变动风险**: 监管政策改变导致部分险种发展空间压缩或阻力增大;
- 4) **保险公司经营风险**: 上市保险公司自身经营策略不当导致业绩表现不及预期, 违规行为导致信誉下滑等。

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】

兴业证券股份有限公司（“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。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，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。本人确认并没有在发表报告之前 30 日内交易或买卖该等证券。本人及本人之有联系者并不是任职该等上市公司之高级职员。本人及本人之有联系者并没有持有本报告覆盖之证券之任何权益。

【有关财务权益及商务关系的披露】

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋（国际）控股有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股（国际）有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、China Gas Industry Investment Holdings Co. Ltd.、河钢股份有限公司、第一服务控股有限公司、深圳晨北科技有限公司、达丰设备服务有限公司、建发物业发展集团有限公司、星盛商业管理股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司（已具备证券投资咨询业务资格）制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律法规的任何地区、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本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券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/或兴证国际证券有限公司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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。