

太行雪融，长风有时

—2020年保险行业中期策略报告

推荐 (维持)

2020年5月31日

重点公司

重点公司	股票代码	评级
新华保险	601336	审慎增持
中国平安	601318	审慎增持

相关报告

分析师:

傅慧芳

fuhf@xyzq.com.cn

S0190513080006

研究助理:

王尘

wangchenyjy@xyzq.com.cn

团队成员:

傅慧芳、陈绍兴、许盈盈、王尘、李英

投资要点

● 寿险：多因素共同驱动短期负债端改善，健康和养老是长期重要增量

1. 代理人逐渐全面复工+各险企迭代保障型产品+疫情导致的需求滞后+新版重疾表正式稿即将落地，共同推动短期负债端改善。4月后代理人逐渐复工，且客户见面意愿也有所加强，有利于代理人线下正常开展业务。各家上市险企近期也先后推出了更新的保障型产品，例如平安4月推出的平安福2020价格较旧产品略有下降，太保5月推出了获客型产品至尊超能宝（少儿重疾），结合疫情导致的需求滞后，以及重疾定义修改与新版重疾表正式稿发布前的销售窗口期，共同推动二季度后负债端改善。

2. 长期来看，健康和养老仍可以为寿险行业的成长性贡献重要增量。健康险近年来的保费增速基本在30%以上，预计将继续寿险新单保费增长的重要推动力，主要原因包括：需求持续增长；利好政策持续推出；上市险企主观上发展重疾险的动力强，且中小保险公司重疾险价格竞争今年来已有所放缓。养老方面，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，虽然并未构成当前盈利增长点，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。

● 产险：非车险继续拉动增长

1. 车险在新车销量放缓和车险综合改革背景下仍会承压，但边际上预计较Q1会有所改善。新车销量在2018年后逐渐放缓，且今年可能要落地的车险综合改革预计将加大市场竞争，降低车均保费，因此车险业务仍会有所承压，但边际上会有所改善，Q1全行业车险保费同比增速为-2.8%，4月单月行业车险保费增速已超过了10%，较Q1已有明显好转。

2. 非车险继续成为产险保费增长的推动力。目前责任险和农险等非车险是产险保费增长的主要推动力，且都还有较大的发展空间，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。非车险的主要险种中，信用保证保险赔付率在一季度大幅增长，险企已采取相应措施，预计在明年会逐渐恢复至正常水平。

● 投资端：不必过度担忧长端利率下行

我国长端利率处于下行趋势，今年受新冠疫情、海外降息周期开启和流动性宽松等因素的影响，长端利率下降幅度较大，加大了险企投资端的压力。我们认为对于利率下行不必过度担忧，上市险企已逐渐采取应对措施，包括缩短资产负债久期缺口、控制负债端成本和提升主动管理能力等，且不同的时间窗口存在不同的配置机会。结合海外经验来看，海外保险公司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，仍有较大的信用下沉的空间。

投资建议：目前保险板块的估值处于历史低位，已充分反应了负债端受疫情影响和长端利率下行的不利因素，负债端改善下半年将带来估值修复逻辑。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。个股上，我们目前主要推荐新华保险（低估值+负债端改善+代理人规模效应逐渐体现）和中国平安（大金融平台、渠道和科技所带来的长期优势不变）。

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、2020 上半年保险行业回顾	4 -
1.1、市场回顾	4 -
1.2、经营状况回顾：一季度净利润分化，负债端整体有所承压	5 -
2、2020 下半年和长期保险行业展望	10 -
2.1、寿险：多因素共同驱动短期负债端改善，健康和养老是长期重要增量	10 -
2.2、产险：非车拉动保费收入，龙头集聚效应持续	19 -
2.3、投资端：不必过度担忧长端利率下行	23 -
3、板块整体估值处于历史低位，关注短期负债端改善带来的估值修复和长期配置价值	28 -
4、风险提示	30 -
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、各家上市险企投资收益（亿元）	7 -
图 8、上市险企总投资收益率（%）	7 -
图 9、上市险企总资产合计及增速（亿元，%）	7 -
图 10、上市险企净资产合计及增速（亿元，%）	7 -
图 11、各家上市险企新单保费（亿元）	8 -
图 12、各家上市险企寿险总保费（亿元）	8 -
图 13、上市险企产险保费合计及同比增速（亿元，%）	9 -
图 14、各家上市险企产险保费收入（亿元）	9 -
图 15、近年来发病率较 2010 年前有明显上升	12 -
图 16、新重疾表发生率较旧表有所下降	12 -
图 17、各险企代理人人数（万人）	13 -
图 18、各险企代理人同比增速（%）	13 -
图 19、健康险业务保费及同比增速（亿元，%）	13 -
图 20、健康险原保费占人身险比例不断提升（%）	13 -
图 21、中国卫生总费用及 GDP 占比（万亿，%）	14 -
图 22、中国 65 岁以上人口数量和占比（亿人，%）	16 -
图 23、中国人口自然增长率下滑、老年人口抚养比攀升	16 -
图 24、中国 65 岁以上人口占比预测	17 -
图 25、中国老年人口抚养比预测	17 -
图 26、中国养老金三支柱格局带来商业养老险发展机遇	17 -
图 27、产险公司原保费收入及同比增速（亿元，%）	19 -
图 28、2020Q1 产险公司各险种保费同比增速（%）	19 -
图 29、新车销量及同比增速（万辆，%）	20 -
图 30、新车销量单月同比增速（%）	20 -
图 31、三大产险龙头公司市场份额（%）	23 -
图 32、中国 10 年期国债收益率（%）	24 -
图 33、国债 750 日移动平均曲线在今年 1 月开始下行	24 -

图 34、 保险行业资产配置结构（%）	- 27 -
图 35、 十年期以上国债及地方债发行规模（亿元）	- 27 -
表 1、上市险企近期上线的保障型产品	- 10 -
表 2、关于商业健康险的重要文件	- 15 -
表 3、中国养老社区、长期护理保险政策梳理	- 18 -
表 4、各险企在养老社区方面的项目投入	- 19 -
表 5、关于商车费改及车险综合改革的相关文件	- 20 -
表 6、关于农险的重要文件	- 22 -
表 7、中国大陆寿险产品历年实际定价利率上限	- 24 -
表 8、中国人寿 2019 年和 2020 年主要开门红产品对比	- 25 -
表 9、考虑投资收益率假设下降 50bp 后，上市险企估值仍处于相对低位	- 28 -
表 10、上市保险公司估值表	- 29 -
表 11、重点公司盈利预测与估值表（5 月 29 日）	- 30 -

报告正文

1、2020 上半年保险行业回顾

1.1、市场回顾

2020 年至今，保险行业受疫情对负债端的负面影响以及长端下行对投资端的压力，基本面有所承压，保险指数跑输大盘。截止到 2020 年 5 月 19 日，保险指数下跌 15.8%，跑输沪深 300 指数 12.3 个百分点。具体来看，保险行业跑输大盘的时间主要在 2 月中下旬到 4 月上旬。春节前保险板块基本跑平大盘，但春节期间疫情开始爆发，由于上市险企依赖于代理人渠道，疫情下寿险线下业务无法正常开展，保险行业负债端承压，另一方面，长端利率受新冠疫情爆发、海外开启降息周期和流动性宽松预期的共同作用下下降幅度较多，十年期国债收益率从年初的 3.15% 下降至 4 月末的低点 2.5%，下降幅度超过 60bp，加大了市场对投资端的担忧，因此保险板块在 2 月中下旬到 4 月上旬跑输大盘较多。4 月中下旬至今，保险行业负债端逐渐改善，但由于整体市场的投资风格偏好，保险指数小幅跑输大盘。

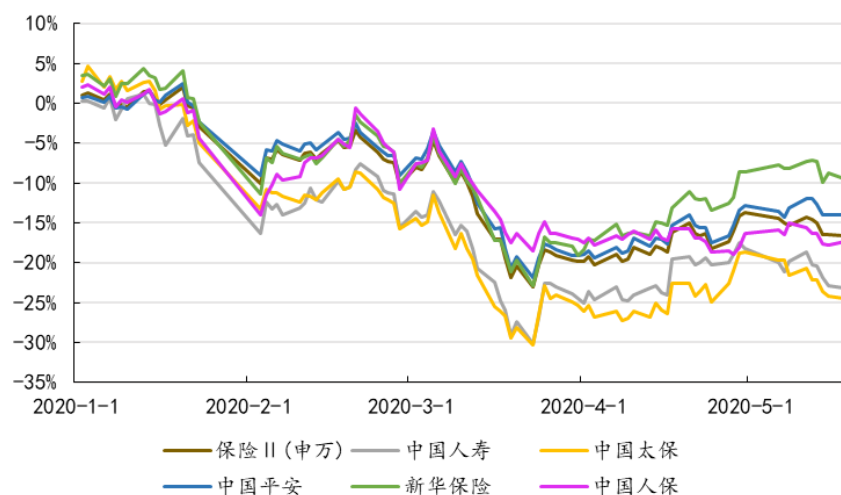
个股上看，今年新华保险的涨幅高于同业，主要原因估值较低和近期负债端表现较好。截止到 2020 年 5 月 19 日，上市险企中，新华保险股价表现相对较好（-8.3%），其次为中国平安（-13.2%）。具体来看，年初中国太保和新华保险股价表现略好于同业，主要原因是开门红预期相对较好（中国人寿开门红超预期在去年 10 月已有所反应），但各家上市险企股价表现差别并不明显；2 月中上旬大盘反弹期间，中国人保由于是次新股且产险业务本身受疫情影响的幅度要小于寿险业务，因此股价上表现较好，这一期间新华保险和中国平安反弹幅度也相对较高；2 月下旬和 3 月后大盘受疫情和海外风险影响下跌较多，这一期间各家上市保险股价下跌幅度相对接近；4 月后至今的大盘反弹期间，新华保险由于低估值和负债端改善幅度好于同业带来的估值修复逻辑，股价表现好于同业，其中 4 月末年报超预期的中国太保和新华保险股价上也均有一定的正面反应。

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

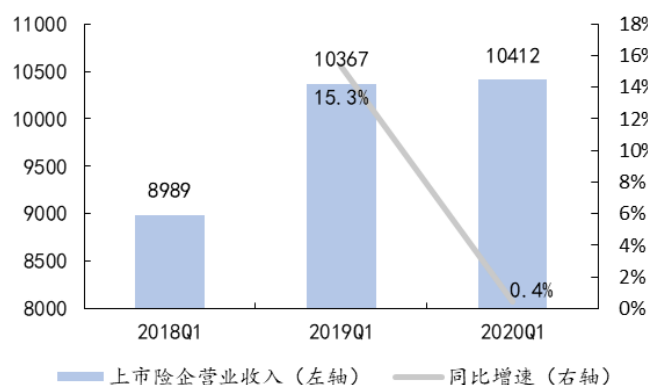
1.2、经营状况回顾：一季度净利润分化，负债端整体有所承压

上市险企去年利润高增长，2020 年一季度归母净利润增速主要受基数较高和投资端影响有所下滑，上市险企间出现明显分化。上市险企 2019 年在减税政策使所得税支出大幅下降以及投资收益同比有大幅提升的带动下，归母净利润同比增长 72.2%。2020 年一季度，上市共实现营业收入 10,412 亿元，同比增长 0.4%，归母净利润 621 亿元，同比增速为-26.7%，整体出现负增长的原因主要在于投资端表现不如去年同期，2020Q1 沪深 300 指数下跌了 10%，而 2019Q1 沪深 300 指数上涨了 28.6%，因此整体上上市险企投资端有所承压。上市险企之间出现较大的分化，国寿、太保、平安、新华和人保归母净利润增速分别为-34.4%、53.1%、-42.7%、37.7%和 19.9%，主要是由于各家险企对于浮盈的处置有所不同导致投资收益的波动更大，导致净利润出现分化，国寿、太保、平安、新华和人保的投资收益（含

公允价值变动损益)分别为 463 亿元(-12.4%)、201 亿元(+20.9%)、70 亿元(-86%)、109 亿元(+45.4%)和 131 亿元(+6.7%)，国寿、太保、平安、新华的总投资收益率分别为 5.1%、4.5%、3.4%和 5.1%，其中新华的总投资收益率去年同期提升较多。

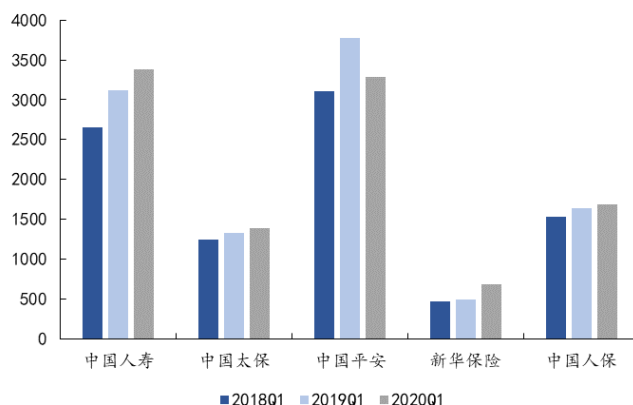
除投资端的影响外，部分支出的变化和会计变更也对上市险企一季度业绩造成一定的影响。**1. 部分支出的影响。**中国太保手续费及佣金支出同比下降 21.9%，我们预计原因是疫情对业务的影响以及公司对费用管控较好，带动太保营业支出同比仅增长 1.6%，低于收入增速；中国人保赔付支出同比下降 13%，也对利润的增长带来了正面作用。**2. 会计变更的影响。**750 移动平均国债收益率曲线有所下行，同时各家上市险企基于对自身业务结构和风险的判断，对流动性溢价的部分也有不同的调整，因此以折现率为主的会计变更对于也对利润端造成了不同的影响，国寿和平安分别减少了 53.3 亿元和 19.4 亿元的利润。

图 3、上市险企营业收入合计及同比增速（亿元，%）



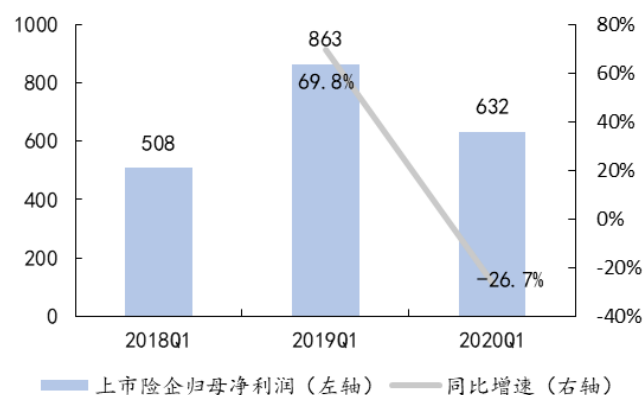
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、各家上市险企营业收入（亿元）



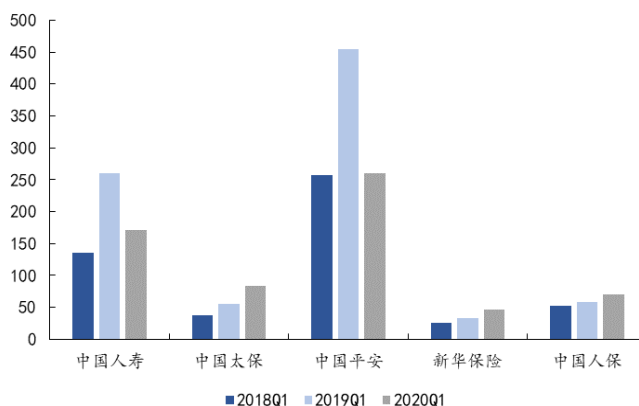
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、上市险企归母净利润合计及同比增速（亿元，%）



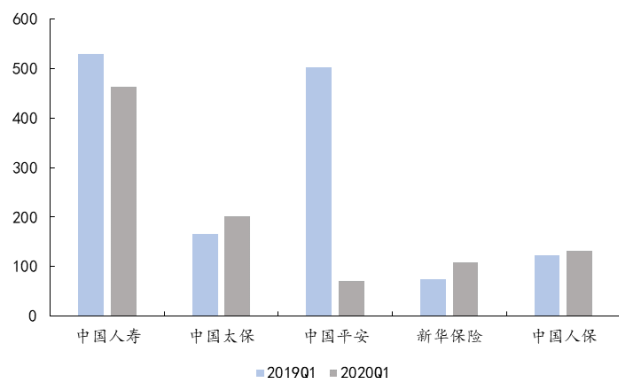
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、各家上市险企归母净利润（亿元）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

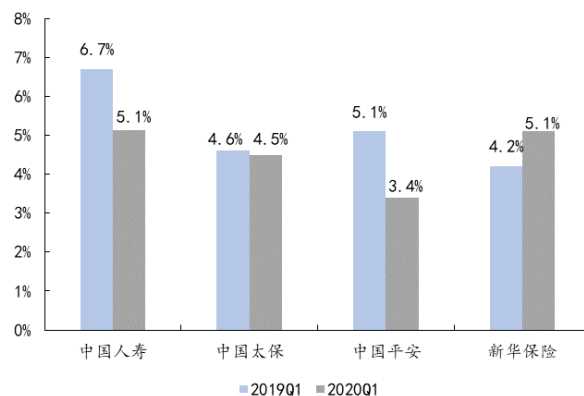
图 7、各家上市险企投资收益（亿元）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：投资收益为利润表投资收益+公允价值变动损益

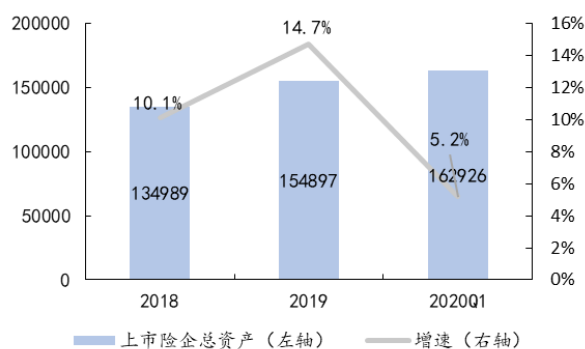
图 8、上市险企总投资收益率（%）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

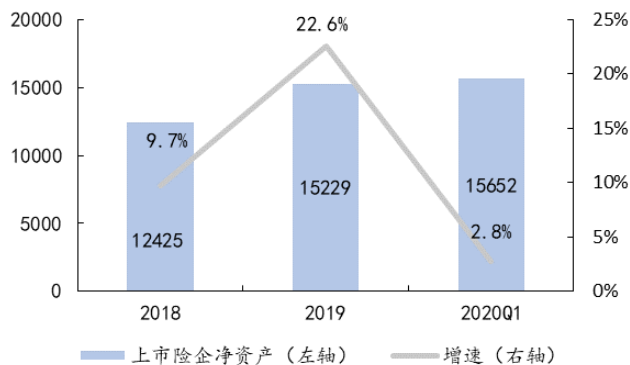
上市险企的总资产和净资产保持稳健增长。截止至 2020 年一季度末，上市险企的总资产合计为 162,926 亿元，较去年末增长 5.2%，其中新华保险的总资产增速为 2.8%，高于同业；上市险企的净资产合计为 15,652 亿元，较去年末增长 17.4%，其中中国太保的净资产增速为 4.2%，高于同业。

图 9、上市险企总资产合计及增速（亿元，%）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、上市险企净资产合计及增速（亿元，%）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

上市险企 2020 年一季度寿险新单保费受疫情影响有所承压，长期保障型产品受影响较大，各家公司间也出现较为明显的分化。2019 年寿险新单和新业务价值增速整体上有所放缓，但从管理层变动已落地、代理人逐渐适应新规下新产品的销售逻辑、以及 2019 年四季度开门红预售的实际情况来看，市场原先预期 2020 年一季度负债端会有明显好转，但受疫情影响，2020 年一季度上市险企共实现新单保费 2232 亿元，同比增长 2.6%，增速相对较低，由于疫情导致客户线下见面的意愿大幅下降，重疾险等长期保障型产品受影响程度较大。上市险企间寿险新单保费也出现较为明显的分化，其中国寿（含短险）、太保（代理人渠道）、平安（个

人业务)、新华和人保的寿险新单保费增速分别为 16.5%、-31.1%、-19.1%、153.3% 和-15.8%，**新华**新单保费的增长主要来源于 111 亿的银保趸交业务，该部分在去年同期基本为 0，主要原因是新管理层提出了“规模价值全面发展”的转型思路并重新开始发展银保业务，并且公司个险渠道长险首年期交保费在开门红年金产品“惠添富”销量较好的带动下也有较好的增长；**国寿**提早进行开门红产品销售，第一阶段的年金产品“鑫享至尊”销量较好，同时也使公司能提前进入了第二、三阶段长期保险的销售，因此 2020Q1 整体受疫情的影响略小于同业，新单保费实现了较高的正增长，也带动新业务价值同比增长 8.3%；**平安和太保**的产品结构中保障型产品占比更高且代理人规模小于去年同期，新单保费出现了较大的负增长，其中平安新业务价值同比下降 24%，新业务价值率同比下降 3.4 个百分点；**人保**处于高质量转型阶段，寿险新单中价值更高的期交业务同比基本持平，但趸交业务压缩较多，同比下降了 32.9%，导致新单出现了一定的负增长。

寿险总保费增速保持增长，增速高于行业平均。我们以原保费收入为口径，2020 年一季度上市险企总保费收入总和为 7093 亿元，同比增长 5.5%，高于全行业平均增速（1.8%），国寿、太保、平安、新华和人保的寿险总保费增速分别为 13%、-1.1%、-9.7%、34.9%和 12.7%，增速相对较高的是新华，主要是由新单中的银保趸交带动；在续期保费带动下，人保和太保的总保费增速也远好于新单保费增速；平安由于部分产品缴费期结束，导致续期保费出现了一定的负增长，因此总保费负增长幅度略高于同业。

图 11、各家上市险企新单保费（亿元）

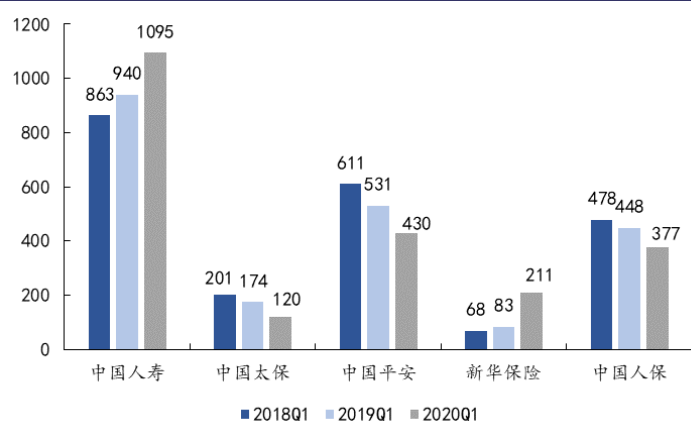
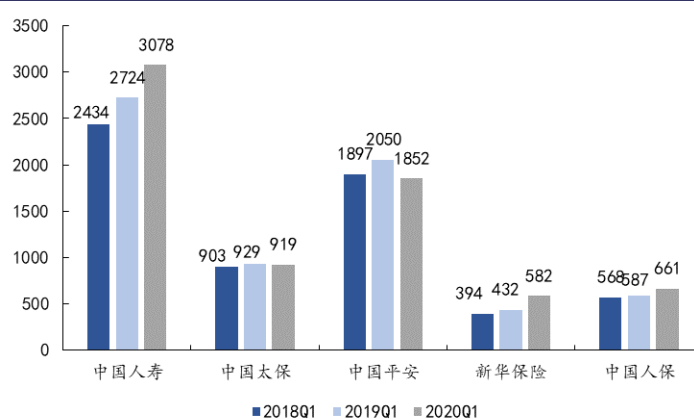


图 12、各家上市险企寿险总保费（亿元）



资料来源：上市公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

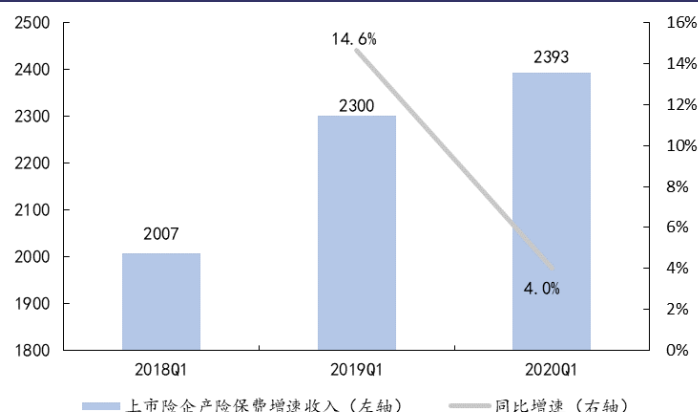
资料来源：上市公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

上市险企产险保费增速放缓，新单销量下滑导致车险保费承压是主要原因，部分与经济活动相关性较大的非车险也出现了一定的负增长。2020 年一季度，上市险企产险保费收入总和为 2393 亿元，同比增长 4%，受疫情影响增速较往年有所放缓。上市险企中，人保、太保和平安的产险保费收入的同比增速分别为 1.7%、

10.4%和 4.9%，其中太保产险的保费增速远高于同业，市场份额有明显提升。险种结构上，2020 年一季度上市险企的车险和非车险的保费增速分别为-2.5%和 13.3%，车险出现负增长的主要原因是疫情导致一季度新车销量同比大幅下降-42.4%；非车险整体上虽增速放缓但仍实现两位数增长，短期健康险和农险等受险种保持高增长，但意外险和工程险等与经济活动相关性较大的险种则出现了一定的负增长。从行业的数据看，3 月产险保费增速中大多数险种已基本恢复至正常水平，单月全行业保费增速为 10.5%。

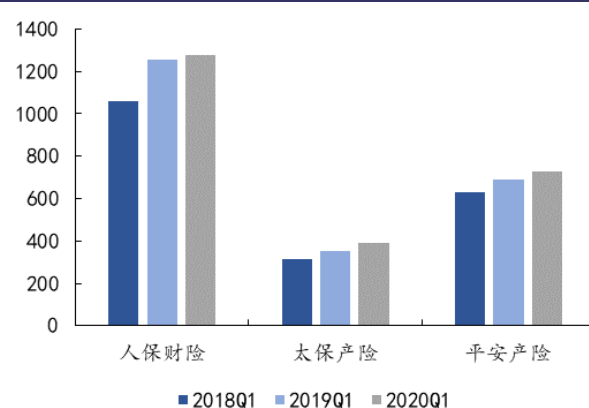
上市险企产险综合成本率同比略有下降，主要原因包括费用率的下降以及车险赔付的减少，主要险种中信用保证保险的赔付大幅上升。2020 年一季度，人保财险的综合成本率为 97.1%，同比下降 1.2 个百分点，平安产险的综合成本率为 96.5%，同比下降了 0.5 个百分点，我们预计上市险企综合成本率的下降主要是费用率的下降以及车险赔付的减少，但经济活动恢复正常后车险的赔付也将恢复至正常水平。主要险种中，保证保险的赔付大幅上升，全行业均出现了此情况，主要原因是前期保证保险规模扩大较多，信用有所下沉，但目前险企已采取了一定的措施，例如人保已经对融资类信用保证保险的风险加强管控并实行分类限额管理，数据上也能看到一季度信用保证保险的保费同比下降 48%。

图 13、上市险企产险保费合计及同比增速（亿元，%）



资料来源：上市公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、各家上市险企产险保费收入（亿元）



资料来源：上市公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

2、2020 下半年和长期保险行业展望

2.1、寿险：多因素共同驱动短期负债端改善，健康和养老是长期重要增量

多因素共振下，下半年寿险负债端预计将持续改善，继续成为保险股估值修复的核心逻辑。

- 新冠疫情影响减弱，代理人逐渐全面复工+各险企迭代保障型产品+需求滞后，推动新单保费和新业务价值增长

新冠疫情导致了上市险企今年一季度寿险负债端整体有所承压，同时重疾险为主的长期保障型产品由于更依赖于代理人，受影响的幅度相对较大，这也导致偏向保障型产品为主的平安和太保的一季度新单出现较大幅度的负增长，新华的保障型产品销售阶段也比预期有所滞后。4 月后代理人逐渐复工，且近期客户见面意愿也有所加强，有利于代理人线下正常开展业务。

各家上市险企也先后推出了更新的保障型产品，3 月下旬国寿上线康宁保（A、B 款），为提前给付型重疾险（首次发生重疾责任后，给付相应的保险金额，同时主险保额相应减少）；平安 4 月初正式上线提前给付型重疾险守护百分百，4 月下旬也推出了主力产品平安福 2020 版（价格较此前的平安福 2019II 略有下降）；太保 4 月初推出终身重疾险产品金福人生多倍保可以附加万能账户，并可附加百万医疗险，亦较好兼顾了产品的保障及储蓄功能，5 月则推出了获客型产品至尊超能宝（少儿重疾）；新华则继续销售终身重疾险产品健康无忧（宜家版）和多倍保两款主力产品。疫情导致的需求滞后也对保障型产品的销量有一定的正面作用，历史经验也能看出，2003 年 Q2 非典结束后，香港寿险保费在 Q3 和 Q4 有较高的增长。代理人逐渐全面复工+各险企迭代保障型产品+需求滞后的正面作用，推动了重疾险为主的长期保障型产品的销量，进而推动二季度后新单保费和新业务价值的增长。

表 1、上市险企近期上线的保障型产品

	中国平安	中国平安	中国太保	中国太保	中国人寿	新华保险
产品名称	守护百分百	平安福 2020	金福人生多倍保	至尊超能宝（A、B、C 款）	康宁保（A、B 款）	健康无忧（宜家版）
上线时间	2020 年 4 月	2020 年 4 月	2020 年 4 月	2020 年 5 月	2020 年 3 月	2019 年 12 月
产品类型	两全+重疾	终身寿+重疾	终身寿+重疾	两全+重疾	两全+重疾	重疾险+两全险（可选附加）
投保年龄	0-55 周岁	18-55 周岁	18-65 周岁	30 天-17 周岁	18-50 周岁	男性：0-55 周岁 女性：0-60 周岁

保险期间	两全保至 60/70 /80 岁, 重疾终身	终身	终身	30 年(A 款可 选 40 年)	A 款 30 年、B 款保至 70 周 岁	重疾险保终身, 两全险 保至 70/80 周岁
缴费期限	10/15/20/30 年	10/15/20/30 年	趸交/5/10 /15/20 年	10 年(C 款可 选 20 年)	10/20 年	9/18 年
等待期	90 天	90 天	180 天	180 天	180 天	180 天
疾病责任	80 种重疾, 给付 100%基本保额	100 种重疾, 100%基本保额 (每次轻症增 加 20%基本保 额); 50 种轻症 (3 次), 20%基 本保额	105 种重疾 (5 组, 每组 1 次) 100%基本保额; 55 种轻症 (3 次), 20%基本保 额	105 种重疾, 100%基本保 额; 55 种轻症 (3 次), 依次 20% /30%/50 基本保额	120 种重疾, 100%基本保 额; B 款含 60 种轻症 (3 次), 20%基本 保额	110 种重疾, 100%基本 保额; 57 种轻症 (3 次), 20%基本保额
身故责任	100%基本保额 (18 岁前为已交 保费)	100%基本保额 (18 岁前为已 交保费)	100%基本保额 (18 岁前为已 交保费)	基本保额÷缴 费期间*实际 缴费期数*一 定比例 (各款 不同)	120-160%的 两全险已交 保费+100%附 加重疾已交 保费	100%基本保额 (18 岁 前为已交保费), 若附 加金满多两全, 可获得 金满多已交保费的一 定比例 (100%-160%)
满期生存	100%已交保费	\	\	100%-200%基 本保额 (各款 不同)	25%-88%基本 保额 (根据 AB 款、年龄、缴 费期限)	若附加金满多两全保 险, 给付所交保费与基 本保额之和
其他	\	\	因重疾失能额 外 100%基本保 额; 61 岁后老 年特定重疾额 外给付 100%基 本保额	20 种少儿特 定重疾额外 100%基本保 额; A 款有少 儿特定疾病关 爱心、B 款有 大学教育金等 责任。	\	30 岁前确诊 18 种少儿 特定重疾, 额外 100% 基本保额

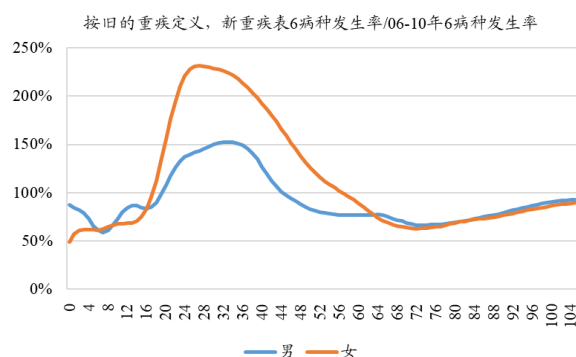
资料来源: 各公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 重疾定义修改与新版重疾表降低了保险公司的赔付压力, 同时正式版落地前带来短期促进销售的时间窗口

中国保险行业协会于 2020 年 3 月 31 日发布《重大疾病保险的疾病定义使用规范修订版 (征求意见稿)》, 根据目前的医学诊疗技术, 将部分过去属于重症疾病、但目前诊疗费用较低且预后良好的疾病明确为轻症疾病 (TNM 为 I 期或更轻分期的甲状腺癌等)。2020 年 5 月 7 日, 精算师协会《中国人身保险业重大疾病经验发生率表 (2020) (征求意见稿)》, 数据上可以看出按照旧的重疾定义, 目前重疾发病率较 2010 年之前确实有较大的上升, 尤其是 20-45 岁人群, 其中女性发病率上升幅度较大 (部分年龄段发病率翻倍), 但由于重疾定义的修改将部分疾病从重疾移动至轻症, 按照新的重疾定义, 新版重疾表中 20-45 岁的重疾发生率降幅较多。

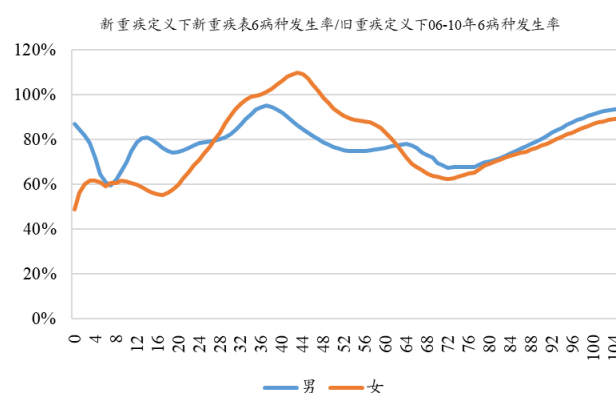
重疾定义修改结合新版重疾表，降低了保险公司的赔付压力（近年来甲状腺癌等多发疾病发生率的提升使保险公司赔付压力加大），赔付的下降意味着新重疾险产品在不降价的情况下能够有更高的价值率，价格是否要对应着下降则取决于保险公司自身对于风险的判断和市场竞争的激烈程度，我们预计追求高质量发展的龙头险企大概率会选择不降价或小幅降价，从而享受价值率的提升。同时，由于重疾定义修改与新版重疾表正式稿预计会在今年推出，在正式稿发布前，保险公司可能会以“重疾定义即将修改”作为宣传和销售手段，短期内重疾险的销售有望提升，为保费收入带来增量。

图15、近年来发病率较2010年前有明显上升



资料来源：中国精算师协会，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、新重疾表发生率较旧表有所下降

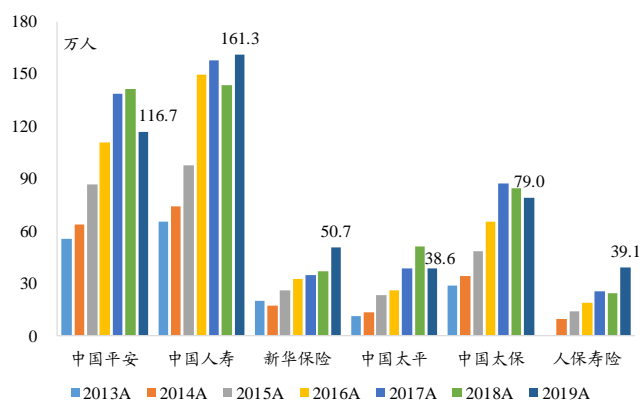


资料来源：银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

● 预计今年全年代理人规模将稳中有升，提质持续进行，推动负债端回暖。

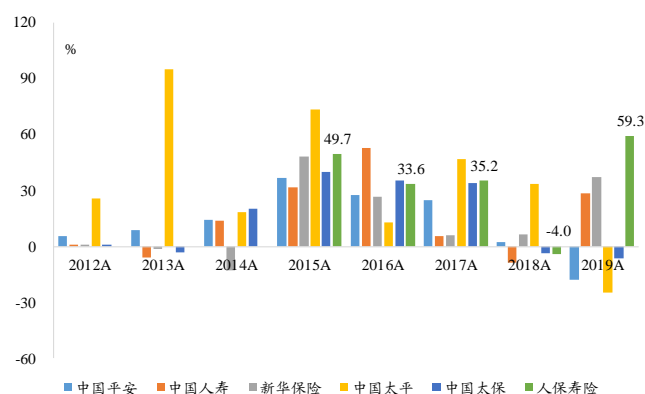
去年至今，上市险企陆续提出了负债转型/改革，太保提出的打造三支关键队伍（代理人提质是核心）、平安提出的代理人收入提升、新华提出的提升代理人规模（19年已完成目标）。从去年的情况看，由于产品策略和代理人发展思路的不同，各家险企代理人规模有所分化，国寿、新华和人保的代理人有较大的增长，而平安和太保的代理人规模则有所下降。今年上市险企对于代理人发展的思路相对一致，规模大概率将稳中有升（但不会大幅上升），夯实基础和提质是主要方向，同时疫情后负债端的回暖对于代理人的量和质也能带来正面作用，形成良性循环，共同推动负债端回暖。

图17、各险企代理人人数（万人）



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

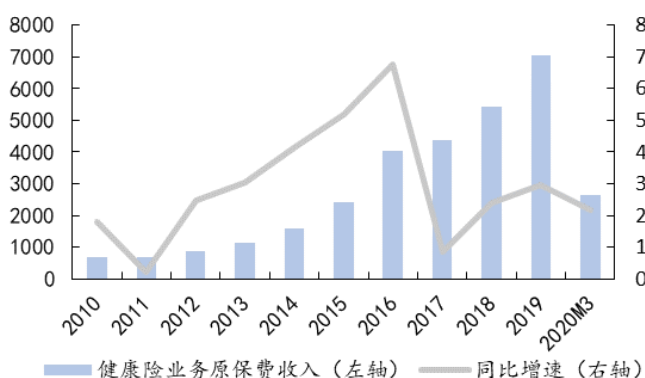
图18、各险企代理人同比增速（%）



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

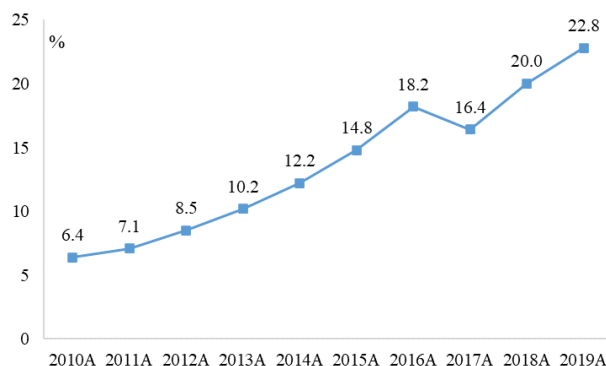
长期来看，健康和养老仍可以为寿险行业的成长性贡献重要增量，政策的推动则有望使其发展加速。数据上看，健康险近年来的保费增速基本在 30% 以上，在人身险保费收入中的占比也逐渐增加至 20% 以上，预计健康险将继续成为各家寿险公司新单保费增长的重要推动力，也是各家寿险公司的主要竞争区域。

图19、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20、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

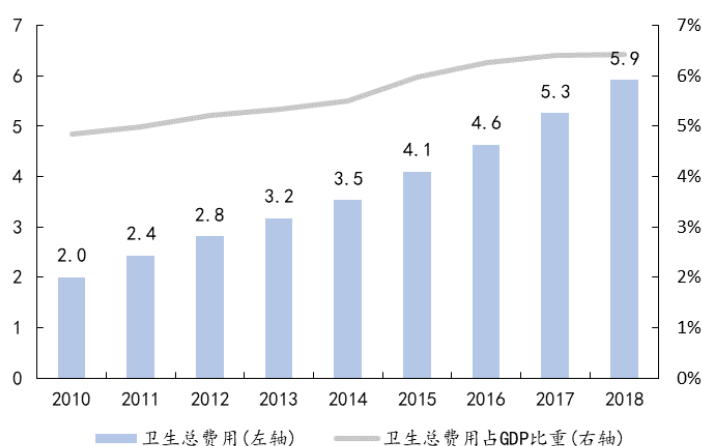
- 从需求的角度上看，我国医疗支出占比不断增加，健康险业务处于黄金时期，该趋势可持续。

城镇化+人口老龄化+人均寿命延长+医疗成本上升，致使我国卫生总费用支出不断上升，2018 年我国卫生总费用支出为 5.9 万亿，占 GDP 比例为 6.4%。与发达国家相比，我国卫生费用支出中社会支出占比偏低，而个人支出占比偏高，即个人医疗支出负担重，保障力度不足。购买健康险实质是将个人卫生费用支出转为社会卫生费用支出（商业健康险赔付医疗费用等属于社会卫生支出口径），进而降低个

人费用支出压力，健康险存在客观市场需求。

需求持续增加的情况下，作为消费属性的健康险产品，由于其替代品较少，仅从需求端出发，增速能够持续。保险公司的产品中，年金等储蓄型产品的可替代性相对较高（银行理财产品、基金等），但健康险可替代性低，基本医保与中高端人群需求不匹配，往往伴随着医院可选范围小、病房拥挤、排队时间长、问诊时间短等一系列问题。中国的健康险市场以重疾险为主，除了重疾险还能够继续高速增长外，随着人口老龄化加剧，目前市场份额非常小的失能险和护理险的市场需求也将日渐旺盛，因此健康险还有较大的需求空间。

图 21、中国卫生总费用及 GDP 占比（万亿，%）



资料来源：中国统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

- 从上市险企的角度看，重疾险是目前盈利能力最强的险种之一，主观上发展重疾险的动力强，且中小保险公司重疾险价格竞争今年来已有所放缓。

重疾险的盈利能力要远高于年金等储蓄型产品，是目前上市险企盈利能力最强的险种之一，对于上市险企新业务价值的提升也有至关重要的作用。同时重疾险对于利率的敏感度低，在长端利率下行的背景下，对于投资端带来的压力相对较低。

中小保险公司近两年在重疾险上竞争较为激烈，升级版新产品不断推出，除了扩大险种责任外，价格也在不断压低，19年新出的部分销量较好的热门产品尤为明显。上市险企基于对价值、风险、代理人收入和客户体验等因素的考量，基本上未参与价格竞争，重疾险的价值率基本保持在相对稳定的水平，但中小保险公司的低价格产品事实上也对上市险企的重疾险销量造成了一定的冲击（特别是对于部分价格敏感型的客户）。今年以来，中小保险公司重疾险价格竞争今年来已有所放缓，一方面中小保险公司目前重疾险价格进一步下降的空间已经很有限（据我们了解实际价值率已经处于较低的水平），另一方面新重疾表下半年即将正式发布

的背景下，中小保险公司也在等待和观察，因此对于上市险企而言，中小保险公司价格竞争带来的冲击也有所缓和。

● “保险姓保、回归保障本源”的监管风向不变，政策持续利好健康险发展

健康险作为保障型产品，完全符合保险本源的保障属性，对社会稳定有利，是符合监管部门“保险回归保障”的监管风向的产品，因此相关政策也在不断推动健康险发展。

2014 年，对商业健康险的发展提出了发展目标和方向，以及完善相关的财政税收等支持政策。2015 年，财政部、国家税务总局和保监会发布实施商业健康保险个人所得税政策试点的通知，部分地区购买符合条件的商业健康险的支出可予以税前扣除；2016 年，提出积极发展商业健康保险，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。这些促进商业健康险发展的相关文件和支出政策都健康险的增长起来明显的作用，健康险保费的增速从 2014 年开始有明显的提高且连续 3 年保持 40%以上的高增速。2017 年 7 月，中国银保监会联合制发了《关于将商业健康保险个人所得税试点政策推广到全国范围实施的通知》，在全国范围内对个人购买符合规定的商业健康保险产品的支出予以税前扣除，限额为 2400 元每年，这进一步从需求端促进了商业健康险的增长。

去年 11 月至今，银保监会陆续发布了《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》、《关于长期医疗保险产品费率调整有关问题的通知》和《重大疾病保险的疾病定义使用规范修订版（征求意见稿）》等相关政策，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长期保障型产品的发展，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，提高保险深度和密度。

表 2、关于商业健康险的重要文件

颁布时间	文件名称	文件目的
2013 年 9 月	《关于促进健康服务业发展的若干意见》	鼓励投资医疗服务业；并要求发展多样化健康保险服务，建立商业保险公司与医疗、体检、护理等机构合作的机制。
2014 年 8 月	《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》	对商业健康险的发展提出了发展目标和方向，以及完善相关的财政税收等支持政策。
2016 年 7 月	《关于开展长期护理保险制度试点的指导意见》	提出用 1-2 年时间在 15 个城市试点，探索建立长期护理保险制度。
2016 年 10 月	《“健康中国 2030”规划纲要》	提出积极发展商业健康保险，落实税收等优惠政策；到 2030 年，商业健康保险赔付支出占卫生总费用比重显著提高。
2017 年 2 月	《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》	鼓励商业保险公司开发适销对路的长期护理保险产品和服务。
2017 年 5 月	《关于将健康险个人所得税试点政策推广至全国范围实施的通知》	要求自 2017 年 7 月 1 日起，全面实施商业健康保险个人所得税试点政策。
2019 年 11 月	《健康保险管理办法》	对产品定义、产品创新、产品责任、产品费率和健康管理等方面进行了修定，将医疗意外保险纳入健康保险范围，将养老保险公司列入可经营健康保险业

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

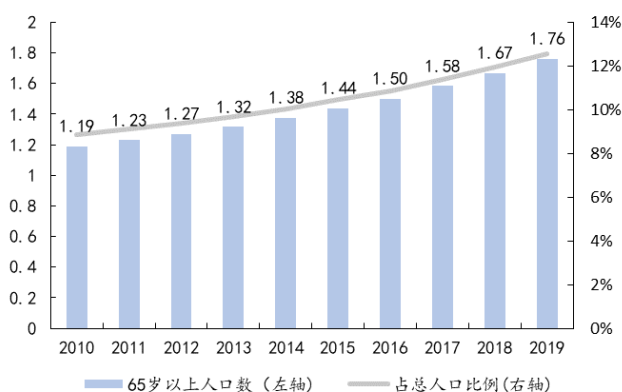
		务公司范围,规定了长期医疗保险费率可适当调整,鼓励健康保险产品和健康管理服务相结合。
2020年1月	《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》	提出力争到2025年,健康险市场规模超过2万亿元,为参保人积累6万亿元养老保险责任准备金。
2020年3月	《关于长期医疗保险产品费率调整有关问题的通知》	明确费率可调的长期医疗保险产品范围;明确费率调整的基本要求;明确产品条款及产品说明书相关内容;明确费率调整的信息披露要求;规范保险公司销售行为并明确对违规行为的监管措施。
2020年3月	《重大疾病保险的疾病定义使用规范修订版(征求意见稿)》	1.扩大重疾定义,新增3种重疾;2.建立重疾分级体系,对应新增3种轻症;3.扩展疾病定义范围,优化定义内涵。

资料来源:中国政府网,中国银保监会,兴业证券经济与金融研究院整理

● 养老产业为更长期的增长点

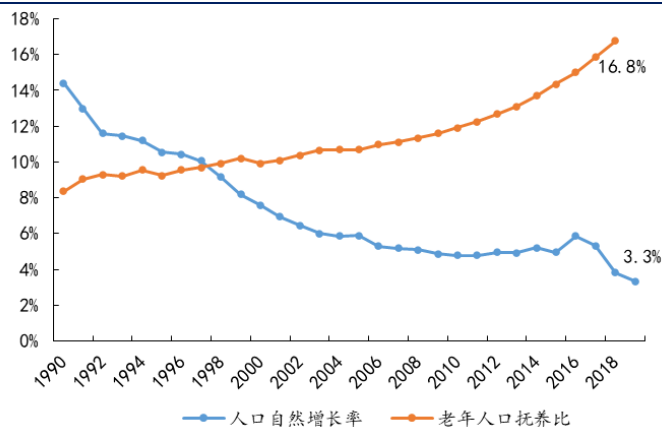
人口老龄化、老年人口抚养比上升的直接原因是人均寿命延长和生育率下降。六次人口普查结果显示,1982、1990、2000、2005、2010、2015年中国人口预期寿命依次为67.80、68.55、71.40、72.75、74.83、76.34岁而递增。同时,中国人口自然增长率除2016年开放二胎政策有所回升外,逐年下降至2019年3.34%的历史最低点,由此导致老龄人口(65周岁及以上人口)占比及抚养比(老龄人口/劳动年龄人口)双升。2000年中国65岁以上老龄人口占比突破7%,步入老龄化社会,此后65岁以上老龄人口占比不断增加,截止至2019年末,65岁以上人口数达1.76亿人,占总人口比例为12.6%;老年人口抚养比从2005年起加速攀升至2018年的16.8%。

图22、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

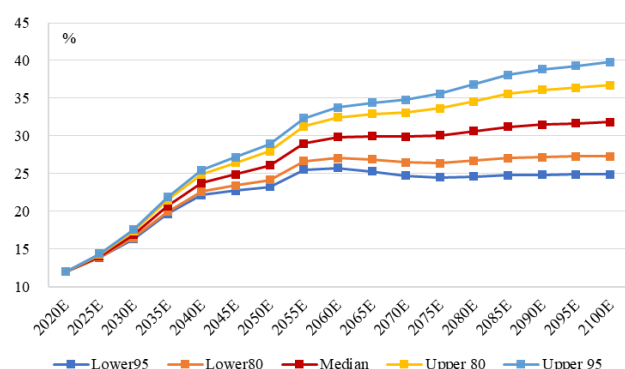
图23、中国人口自然增长率下滑、老年人口抚养比攀升



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

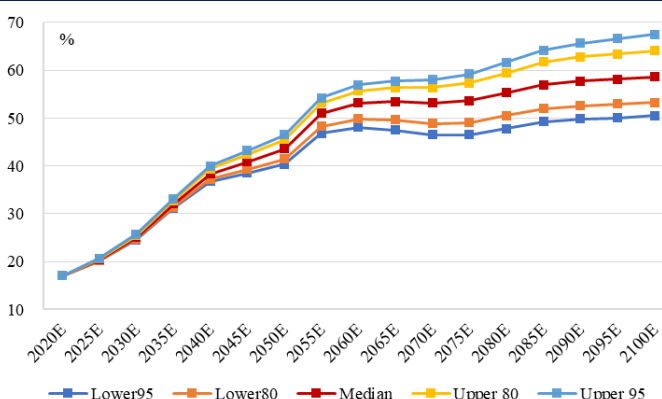
人口自然增长率持续低迷、人口寿命逐步延长,老龄化是长期趋势。联合国最新预测数据显示,在悲观、中性、乐观假设下,中国老年人口占比都将在2035年左右突破20%,届时老年人口抚养比都将突破30%。未来20年是中国人口加速老龄化时期,养老保障需求将持续提升。

图24、中国 65 岁以上人口占比预测



资料来源：UN World Population Prospects 2019，兴业证券经济与金融研究院整理

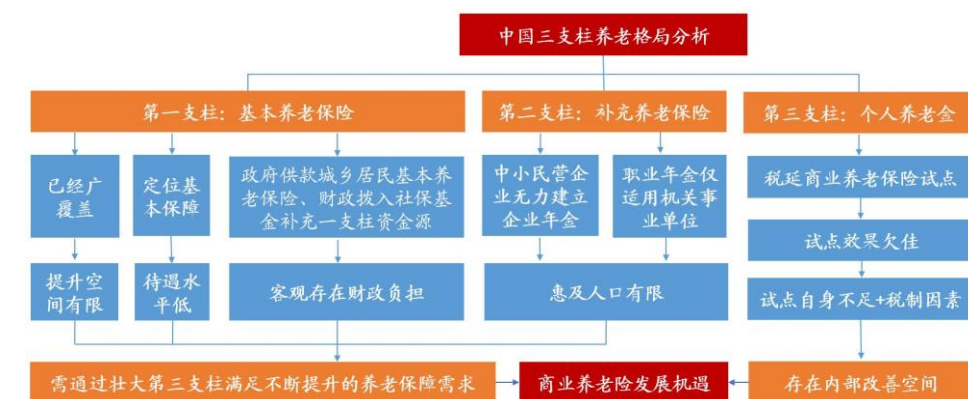
图25、中国老年人口抚养比预测



资料来源：UN World Population Prospects 2019，兴业证券经济与金融研究院整理

在人口老龄化加剧的环境下，养老产业将成为寿险公司更长期的增长点。商业养老是我国保险业长期增长点，从三支柱养老体系的视角看，养老保险客观需求、第一、二支柱提升空间有限致使第三支柱尤其是商业养老保险成为发展重点。从国际的经验看，美国国会 1974 年颁布《雇员退休收入保障法案》（Employee Retirement Income Securities Act, ERISA）并创造出个人退休金账户（IRA，允许个人在该帐户内存入限定额度的资金以获取利息或投资收益，并可以延缓缴纳资本利得税，直到退休后提取资金时才缴纳相应的所得税）后，1974 年，美国 IRA 账户收入仅占当年养老资产总额的 0.3%。目前，美国 IRA 账户收入占养老资产总额的三分之一，成为了美国重要的养老三支柱之一。

图26、中国养老金三支柱格局带来商业养老险发展机遇



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

满足养老保障需求需要完善的养老产业链。商业养老保险主要为老年生活提供资金保障，但老龄人口面临体能衰退甚至失能问题（健康中国行动推进委员会办公室数据显示 2015 年我国老年人失能发生率为 18.3%，按该比率推算 2018 年底我

国失能老人数量约 4,550 万)；同时，普通住宅对老龄人口宜居程度偏低，居民生活水平的改善亦对养老服务提出更高要求。**养老年金、养老社区、长期护理保险的组合搭配可以更好地满足养老保障需求。**为此，近年来国家政策亦扶持养老社区、长期护理保险发展。

表 3、中国养老社区、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%
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。

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，借此布局养老社区。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，跟据国家医保局数据，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 4、各险企在养老社区方面的项目投入

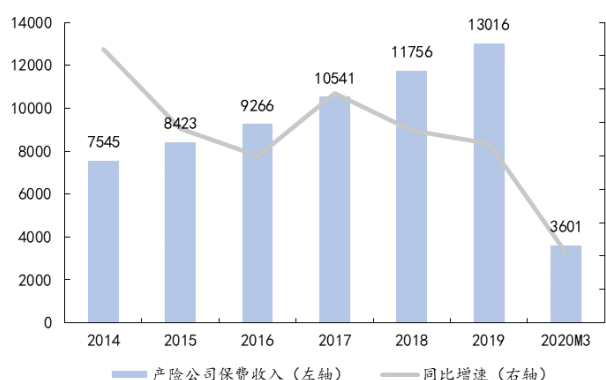
保险公司	开始投入时间	项目	布局城市
泰康保险	2011 年	泰康之家	15 个城市：北京、上海、广州、成都、苏州、武汉、三亚、杭州、南昌、厦门、沈阳、长沙、南宁、宁波、合肥
中国太平	2014 年	中国太平 梧桐人家	1 个城市：上海
新华保险	2014 年	新华家园	2 个城市：北京，海南
中国人寿	2015 年	国寿嘉园/博鳌项目/福保社区颐康之家	5 个城市：苏州、天津、三亚、琼海、深圳
中国太保	2018 年	太保家园	3 个城市：成都、大理、杭州

资料来源：各公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、产险：非车拉动保费收入，龙头集聚效应持续

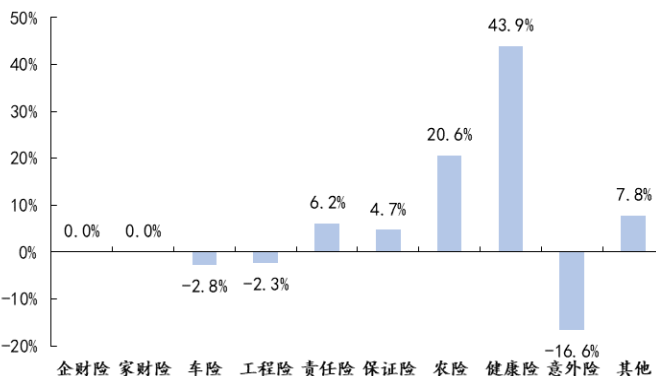
财险行业保费一季度承压但 3 月环比改善，部分非车险保持较高增长。2020 年一季度，产险公司累计原保费收入 3,601 亿元，同比增长 4.2%；3 月单月产险公司保费同比增长 10.5%，月度环比有明显改善。一季度产险公司主要细分险种的保费增速为：健康险（43.9%）>农险（20.6%）>责任保险（6.2%）>保证保险（4.7%）>企财险（0%）>家财险（0%）>工程保险（-2.3%）>车险（-2.8%）>意外险（-16.6%）。

图 27、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 28、2020Q1 产险公司各险种保费同比增速（%）



资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

- 车险保费在新车销量放缓和车险综合改革背景下仍会承压，但边际上预计较 Q1 会有所改善。

新车销量在 2018 年后逐渐放缓，2018 年全年新车销量 2808 万辆，同比增速为 -2.8%，出现了 10 多年来首次全年新车销量的负增长；2019 年新车销量同比增速

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

为-8.2%，负增长幅度较2018年有所扩大。2020年，疫情对新车销量造成较大冲击，1-4月新车销量同比增速为-31.1%（4月单月新车销量同比+4.4%，主要是商用车的高增长带动，乘用车仍为小幅负增长），我们预计新车销量较弱的趋势将会持续，因此对于产险公司的车险业务上，更多的只能依靠于续保（加保）来拉动车险保费增长。

图29、新车销量及同比增速（万辆，%）

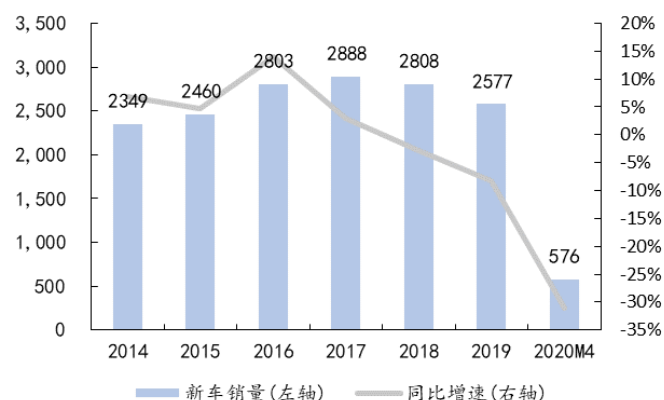
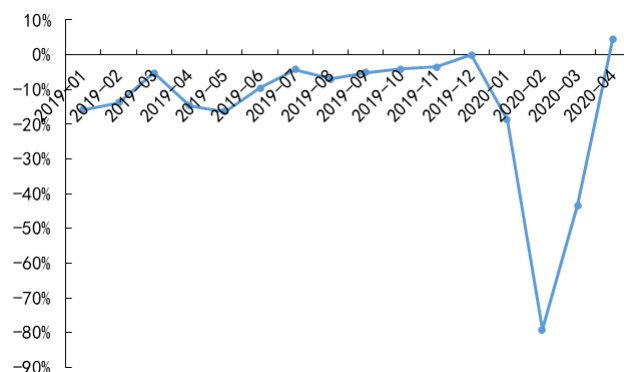


图30、新车销量单月同比增速（%）



资料来源：Wind，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

另一方面，今年4月银保监会向产险公司下发了车险综合改革的相关征求意见稿，车险综合改革可能在下半年开始实施。车险综合改革意见稿将车险附加费用率上限从过去35%降低到30%，同时将过去的核保系数和自主渠道系数合并为自主定价系数，并取消了浮动空间限制，整体方向上是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。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，对车险保费的增速造成了负面影响。

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。
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

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

区。

2020 年 4 月

《示范型商业车险精算规定》(征求意见稿)

将车险附加费用率上限从过去 35%降低到 30%，同时将过去的核保系数和自主渠道系数合并为自主定价系数，并取消了浮动空间限制。

资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

我们预计虽然车险保费仍会有所承压，但边际上会有所改善。一季度全行业车险保费同比增速为-2.8%，受新车销量大幅下降的影响出现负增长，从4月的数据来看，4月单月行业车险保费增速超过10%，较Q1有明显好转。

控制车险费用率仍是今年监管主基调，延续了2019年的监管方向。和发达市场的产险相比，我国的产险公司普遍存在费用率过高的问题，我国产险公司的费用率通常在35%以上甚至超过40%，而发达市场的费用率通常在30%以下。费用率过高意味着客户缴纳的保费中有过多的部分被用于销售渠道的竞争而最终被用于赔付的部分少于发达市场。我国费用率过高主要源于车险手续费支出过高，监管部门对此问题也较为重视，三次的商车费改“三次费改”的目的也在于降低费用率占比并改善产险公司的成本结构，2018年8月“报行合一”正式实行后，2019年银保监会又下发了多个文件对车险费用问题加大管控和处罚力度。结果上看，各家产险公司的目前车险费用率较已有所下降，但仍存在部分走监管漏洞或违规的行为，且目前费用率水平也还远高于发达国家，因此我们预计控制车险费用率仍是今年监管主基调。对于产险公司而言，严监管下对于车险手续费的限制，能够有效遏制车险市场的恶性竞争，提高产险公司的盈利能力。

- **非车险是产险保费增长的主要推动力，责任险和农险等险种仍有较大的增长空间。**

从全行业的数据看，2020Q1，非车险保费同比增速为13.6%（3月单月同比增速为21.6%），其中农险和健康险增速高于其他险种，从3月的数据来看，与经济活动相关性较弱的险种已恢复至较好的增长。我们认为非车险仍有较大的增长空间，尤其是责任险、农险和意健险等险种。

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2019年末仅为5.8%。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 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业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；各公司要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，中国保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

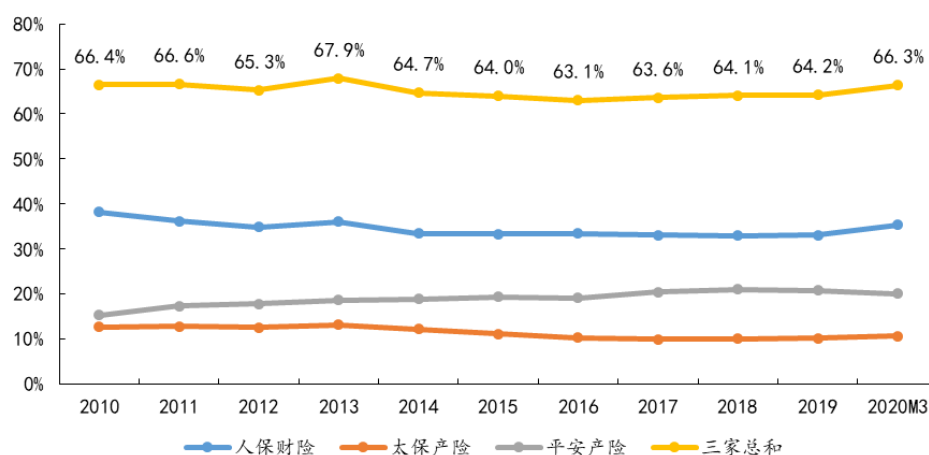
非车险的主要险种中，信用保证保险赔付率在一季度大幅增长，险企已采取相应措施，预计在明年会逐渐恢复至正常水平。由于信用保险业务近年来扩张较快，在一定程度上有信用有所下沉，今年一季度全行业信用保证保险业务的赔付率均出现了大幅提升（主要是融资类信用保证保险）。险企目前已采取相应的措施，加大风险控制力度，例如人保已经对融资类信用保证保险的风险加强管控并实行分类限额管理，数据上也能看到一季度信用保证保险的保费同比下降48%。由于存量业务的影响，下半年信用保证保险业务在赔付上还有一定的压力，预计在明年会逐渐恢复至正常水平。

- 龙头险企有望在降低费用率、优化综合成本率的同时提升市占率，行业集中

度有望进一步提升。

产险龙头公司市占率高、有较强的营销渠道，同时拥有更多的数据和经验，并且规模大、平均成本较低，在定价能力和价格空间上均有明显竞争优势，在降费过程中至少能持续保证公司的盈利和稳定经营；在服务能力上，产险的龙头公司注重利用信息科技等技术不断改善服务流程，能提供更快的承保速度和理赔速度，因此在全行业降低费用率的情况下，有别的方式去促进销量，市场份额会有所增加。

图 31、三大产险龙头公司市场份额（%）



资料来源：银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、投资端：不必过度担忧长端利率下行

我国长端利率处于下行趋势，今年受新冠疫情、海外降息周期开启和流动性宽松等因素的影响，长端利率下降幅度较大，加大了险企投资端的压力。今年受新冠疫情爆发（国内 2 月前后、海外 2 月下旬）、海外开启降息周期（3 月初美联储非常规降息 50bp，3 月中旬美联储降息至零利率并推出 QE 计划）和流动性宽松（1 月和 3 月信贷和社融超预期），长端利率在 5 月前下降幅度较大，十年期国债收益率从年初的 3.15% 下降至 4 月末的低点 2.5%，下降幅度超过 60bp，加大了保险公司投资端的压力，也成为压制上市险企估值的主要原因之一。5 月之后，市场对由于经济改善预期的提升和流动性宽松预期的下降，长端利率有所回升，截止至 5 月 29 日收盘，十年期国债收益率回升至 2.71%。

国债 750 天移动平均在 1 月后也进入下行区间，准备金补提对险企当期利润有一定负面影响。2020 年 5 月中旬十年期国债收益率 750 天移动平均在 3.43% 左右，较年初（3.51% 左右）下降了约 7.7bps，我们假设下半年国债收益率在目前区间

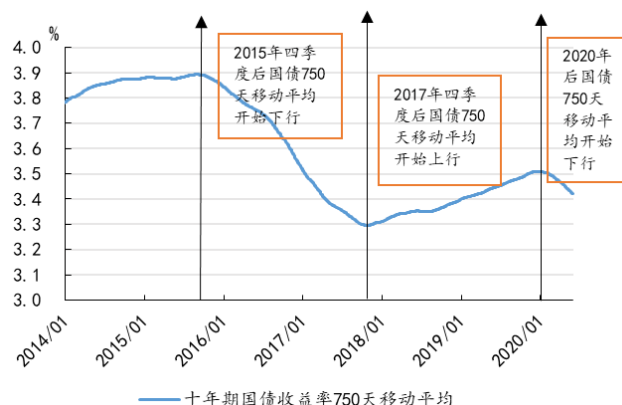
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

内震荡，则今年年末十年期国债收益率 750 天移动平均将下降至 3.2% 左右，较年初下降约 30.5bp (下半年下降幅度预计会略大于上半年)，这一下降幅度将与 2016 年类似。国债 750 天移动平均下行导致折现率假设下降并使上市险企准备金补提压力加大，对险企当期利润有一定负面影响，但我们需要注意的是，折现率假设的变动本质上不会影响险企利润总额，影响的仅是利润的分配时间。

图32、中国 10 年期国债收益率 (%)



图33、国债 750 日移动平均曲线在今年 1 月开始下行



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：750 天移动平均使用即期收益率口径

利率下行对投资收益率掣肘有限，上市险企操作空间充足。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，但影响在可控范围内。从收益率水平看，考虑税收因素，当期 10 年期国债的实际收益率仍在 3.5% 以上，高于寿险产品实际定价利率上限。

表 7、中国大陆寿险产品历年实际定价利率上限

险种	时间段	实际定价利率上限
传统寿险	普通型养老年金或 10 年以上的普通型长期年金	1999.6 至 2013.8 2.5%
		2013.8 至 2019.8 4.025%
		2019.8 至今 3.5%
其他传统寿险		1999.6 至 2013.8 2.5%
		2013.8 至今 3.5%
分红险		1999.6 至 2015.9 2.5%
		2015.6 至今 3.5%
新型寿险		1999.6 至 2015.2 2.5%
	万能险	2015.2 至 2016.9 3.5%
		2016.9 至今 3%

资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：将不需要银保监会审批的预定利率、保证利率、评估利率上限视为实际定价利率上限；
2019 年 8 月以后仍有少数 4.025% 预定利率年金险在售

利率下行环境下，上市险企已逐渐采取应对措施，包括缩短资产负债久期缺口、控制负债端成本和提升主动管理能力等，结合海外经验来看，投资收益率下降的幅度可能低于市场预期。

● 缩短资产负债久期缺口，控制负债端成本

上市险企近两年来普遍加大了长期国债、地方债和政策性金融债等长久期资产，不断拉长资产久期、减少资产负债缺口，以减少长期利率下行的风险。从平安披露的数据看，平安的资产久期从 2013 年的 6.6 年增加逐渐增加至 2018 年 7.9 年，而资产久期相对较小的国寿和新华在近年来久期的提升则更为明显。

负债端上，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整体上有明显提升；对于利率更敏感的储蓄型产品则在一定程度上缩短久期。以国寿为例，国寿开门红年金产品中，2018 年的盛世尊享保险期间为 20 年、2019 年的鑫享金生保险期间为 15 年、2020 年的鑫享至尊保险期间为 10 年。此外，监管部门也对负债端进行了一定的限制，2019 年 8 月末银保监会发布了《关于完善人身保险业责任准备金评估利率形成机制及调整责任准备金评估利率有关事项的通知》后，4.025%预定利率的年金产品从备案变为需要银保监审批，也意味着市面上基本不会有新出的 4.025%预定利率的年金产品。

表 8、中国人寿 2019 年和 2020 年主要开门红产品对比

	2019 年	2020 年
产品名称	鑫享金生（A 款）	鑫享至尊
投保年龄	65 周岁以下	68 周岁以下
保险期间	15 年	10 年
缴费期间	3 年/5 年	3 年/5 年
预定利率	4.025%	3.5%
生存年金	3 年交：第 5、6 年分别给付 50% 的年交保费，第 7 年至期满每年给付 24% 年交保费； 5 年交：第 5、6 年日分别给付 100% 的年交保费，第 7 年至期满每年给付 32% 年交保费。	3 年交：第 5 年至期满每年给付 60% 年交保费； 5 年交：第 5 年至期满每年给付 100% 年交保费。
满期生存金	给付 100% 基本保额	给付 100% 基本保额

资料来源：上市公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 通过增加高股息标的、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

利率下行环境下加大了险企投资端的压力，同时即将于 2022 年实施的 IFRS9 也会

加大投资收益率的波动性，在这一背景下，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，2018年和2019年中保协披露的上市险企公告举牌次数分别为5次和10次，险企长期股权投资呈加速态势。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，对国寿的科技发展起到有效补充作用。

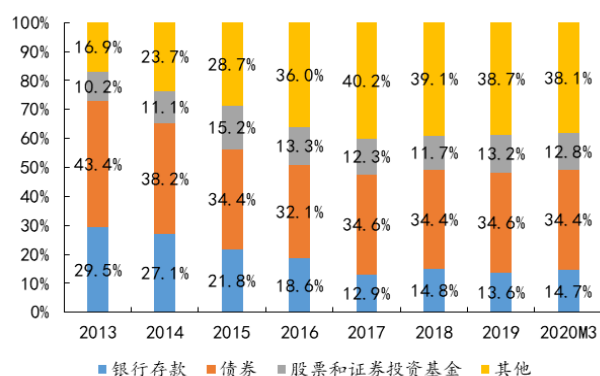
委外投资方面，根据保险资管协会数据，险资业务委托（给公募基金和券商资管）规模在2017年已超过3000亿元，从沟通中我们了解到目前上市险企委外投资占比均相对较低，但委外是后续重点需要调整的方向，包括加大委外的规模和筛选力度，将不合格的淘汰。

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，平安近年来有精选个股集中投资的策略，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”。

● 抓住不同时间窗口的配置机会，对冲长端利率下行对投资端的负面作用

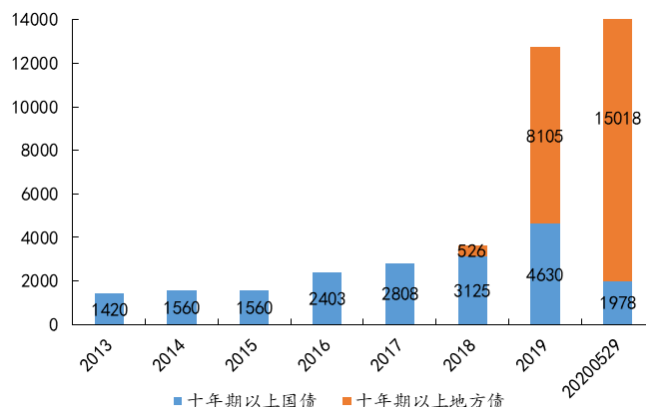
2017年之前，险企主要持续增加了非标资产的配置，从银保监会披露的全行业的数据看，2012年以非标为主的其他投资占比仅为9.4%，2017年其他投资的占比则高达40.2%（其中约10%为长期股权投资，剩余30%大多为非标资产）。2018年后，由于符合险企风险和收益要求的优质非标资产的缺少，非标资产的占比开始出现小幅的下降；但是，由于银行2018Q2对资金需求增大，短期出现了协议存款收益率较高的窗口，给了险企加大协议存款配置的机会，使得2018年保险行业银行存款配置比例同比提升1.9个百分点。2019年起，十年期以上地方债发行规模快速提升，2020年5月末十年期以上地方债发行规模已超过1.5万亿，成了险企资产配置的重要增量。

图34、保险行业资产配置结构（%）



资料来源：银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

图35、十年期以上国债及地方债发行规模（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 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。

在利率下行的环境下，美国和德国险企的资产配置中，除了贷款的正面贡献外，企业债的占比均有所增加，同时低评级的债券占比也有一定的提升，从而减少了整体投资收益率的下降幅度。我国保险资金不被允许进行直接贷款，但固收类投资中资产质量良好，债券中 AAA 级占比基本在 90% 以上，仍有较大的信用下沉的空间。

3、板块整体估值处于历史低位，关注短期负债端改善带来的估值修复和长期配置价值

目前我国上市险企估值已处于历史低位，我们认为已充分反应了负债端受疫情影响和长端利率下行的不利因素，负债端改善将带来估值修复逻辑。今年受负债端在疫情下承压以及长端利率下行幅度和速度超出预期的影响，保险股表现较弱，目前国寿、太保、平安和新华对应 2020 年的 PEV 分别为 0.67、0.56、0.93 和 0.58，处于历史低位。根据各家上市险企 2019 年报披露的内含价值对投资收益率的敏感性，投资收益率假设下降 50bp 后，国寿、太保、平安和新华对应 2020 年的 PEV（调整后的 EV）分别为 0.73、0.61、0.97 和 0.63，仍处于估值底部区域，从 PB-ROE 对比海外保险公司也处于相对低估。我们认为目前的估值水平已将负债端短期的压力和长端利率下行两个不利因素反应的较为充分，目前寿险负债端在代理人逐渐全面复工、各险企迭代保障型产品、疫情导致的需求滞后和相关政策推动等多因素共振下逐渐改善，将成为短期内估值修复的核心逻辑。

表 9、考虑投资收益率假设下降 50bp 后，上市险企估值仍处于相对低位

	中国人寿	中国太保	中国平安	新华保险
总市值（亿元）	7236	2563	12926	1365
2020E 内含价值（亿元）	10834	4547	13940	2354
PEV	0.67	0.56	0.93	0.58
内含价值对每 bp 投资收益率敏感性（%）	0.174%	0.153%	0.095%	0.152%
投资收益率假设下降 50bp 后的 2020E 内含价值（亿元）	9892	4198	13274	2175
调整后 PEV	0.73	0.61	0.97	0.63

资料来源：上市公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

注：总市值基于 2020 年 5 月 29 日收盘

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，低估价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，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，保险需求尤其是健康险的需求将持续增加，而养老产业链在未来能够逐渐带来收入和利润的增加，保险市场有很大的发展空间。从人口结构上看，我国保险需求和购买力最强的 31-40 岁的人口占比在未来 5 年将持续提升，对保费的增长带来正面作用。和经过保险业完整周期的日本相比，我们目前的寿险深度、寿险密度和经济增速大约处于日本 1980 年的水平，而日本寿险业在 1980 年后还有近 10 年的时间寿险保费复合增速在 10% 以上。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》和《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》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。

重点关注上市险企的改革/转型进程。目前上市均在转型或经营策略变化，重点包括代理人提质（太保）、代理人收入提升（平安）、银保推动规模（新华）、负债端和投资端市场化改革（国寿）等，部分转型在短期内或有阵痛，转型或改革是否能取得成效将逐渐反应到下半年以及未来更长期的保费增速中，也是未来的催化剂之一，需持续关注和跟踪。

表 10、上市保险公司估值表

		2019A	2020E	2021E	2022E
国寿	EVPS	33.33	38.33	43.82	49.96
	PEV	0.77	0.67	0.58	0.51
	EPS	2.06	2.08	2.40	2.76
	PE	12.41	12.31	10.66	9.28
太保	EVPS	43.70	50.17	57.48	64.76
	PEV	0.65	0.56	0.49	0.44
	EPS	3.06	3.27	3.79	4.32
	PE	9.24	8.64	7.47	6.55
平安	EVPS	65.67	76.26	88.80	103.29
	PEV	1.08	0.93	0.80	0.68
	EPS	8.17	8.43	10.10	11.86
	PE	8.65	8.39	7.00	5.96
新华	EVPS	65.72	75.54	86.59	99.06
	PEV	0.67	0.58	0.51	0.44
	EPS	4.67	5.04	5.80	6.77
	PE	9.38	8.68	7.54	6.46

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：股价按 2020 年 5 月 29 日的收盘价计算

个股上，我们目前推荐新华保险和中国平安。

新华保险：公司 4 月后负债端有明显改善，重疾险健康无忧宜家版和多倍保均销量较好，目前对应 2020 年估值为 0.57 倍，低估值+负债端改善带来估值修复逻辑，且公司去年年末代理人的规模已大幅增长至 50 万人，规模效应有望进一步带动保费增长。长期来看，新华保险从产品端的创新和对整个健康管理产业链的布局，也有望从未来整体健康险市场的高速增长中获得更大的收益。预计 2020-2022 年 EVPS 分别为 75.54、86.59、99.06 元，对应 2020 年 5 月 29 日的股价，估值分别为 0.58、0.51、0.44 倍 PEV，审慎增持。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

中国平安：中国平安去年 Q4 和今年 Q1 负债端有所承压，我们预计平安 2 季度代理人规模会有所提升，5 月后负债端改善程度也有望超出预期。长期来看，平安的大金融平台、渠道和科技所带来的优势不变，在目前进行的为期一年的寿险改革后，预计明年将能够见到更大的成效。公司目前对应 2020 年的 PEV 仅为 0.93 倍，低于合理估值区间，且预计公司未来三年的 EV 增速预计能够保持在 15% 以上，综合来看我们继续以长期的角度推荐中国平安。预计 2020-2022 年 EVPS 分别为 76.26、88.80、103.29 元，对应 2020 年 5 月 27 日的股价，估值分别为 0.93、0.80、0.68 倍 PEV，审慎增持。

表 11、重点公司盈利预测与估值表（5 月 29 日）

代码	公司	评级	市值 (亿元)	EVPS (元)				PEV			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
601336	新华保险	审慎增持	1365	65.72	75.54	86.59	99.06	0.67	0.58	0.51	0.44
601318	中国平安	审慎增持	12926	65.67	76.26	88.80	103.29	1.08	0.93	0.80	0.68

数据来源：兴业证券经济与金融研究院；Wind

4、风险提示

保险公司发展面临以下风险：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

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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，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、意见等均仅供客户参考，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