

厚积薄发，拐点将至

——保险行业 2020 年下半年投资策略

行业中期报告

◆ **保险行业 2020 年下半年投资观点：**年初以来多家险企整体战略及未来取向有所分化，疫情冲击下转型战略使保费承压。随疫情负面冲击逐渐退去，险企转型成效或将厚积薄发，保费与利率拐点值得期待。

◆ **负债端：保费收入改善可期，互联网健康养老助力**

(1) 在疫情导致的人均可支配收入下滑预期下，财富效应减弱，保费收入增速分化。寿险方面，在代理人展业恢复及险企积极转型下，二季度新单保费有望出现拐点；财险方面，随乘用车市场继续回暖，预期车险保费将有所改善，同时非车险继续贡献增长点。(2) 疫情冲击下线上化经营及健康意识突显。互联网保险及健康险政策落地，养老金融的发展，保费保持较高增速，促进下半年保费增速回暖。

◆ **资产端：聚焦另类投资，期待利率拐点**

(1) 净投资收益受长端利率影响下滑。全球经济波动下，长端利率出现下行趋势，上市险企净投资收益有所下滑。随疫情负面冲击有所释放，利率拐点或将到来。(2) 险企投资结构调整，增加长期股权投资，高股息股票，另类投资比重，投资收益震荡调整。

◆ **估值：**(1) 新业务价值是内含价值增量的重要组成，内含价值的稳健增长是保险股价值提升的核心。(2) 目前各险企虽面临疫情叠加转型压力，但估值处于十年中低位水平，长期配置价值凸显。

◆ **投资建议：**(1) **短期推荐：**新华保险(601336.SH/1336.HK)，中国人寿(601628.SH/2628.HK)等业绩边际改善，在代理人扩员下NBV及营收超预期的公司。(2) **长期推荐：**较早布局金融科技领域且内含价值最为稳健的正在转型中的中国平安(601318.SH/2318.HK)，和股息率较高且估值最低的中国太保(601601.SH/2601.HK)，受利率影响较小的财险龙头中国人保(601319.SH/1339.HK)，中国财险(2328.HK)。(3) **建议关注：**港股上市的互联网保险公司众安在线(6060.HK)。

◆ **风险提示：**保费收入不及预期；商车费改影响大于预期；疫情对宏观经济的影响大于预期；利率下行加剧；监管部门的政策变动

证券代码	公司名称	股价	EPS			PEV (X)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
601318	中国平安	74.28	8.17	10.06	12.18	1.13	0.95	0.80	买入
601601	中国太保	29.47	3.06	3.48	3.93	1.21	1.09	0.97	买入
601628	中国人寿	26.86	2.06	2.22	2.58	0.85	0.78	0.71	买入
601319	中国人保	6.34	0.51	0.43	0.55	1.21	1.09	0.97	买入
601336	新华保险	45.67	4.67	5.2	5.79	0.68	0.60	0.54	买入
2318	中国平安	78.40	8.17	10.06	12.18	1.13	0.94	0.80	买入
2601	中国太保	21.75	3.06	3.48	3.93	0.43	0.38	0.34	买入
2629	中国人寿	15.08	2.06	2.22	2.58	0.45	0.41	0.37	买入
1339	中国人保	2.39	0.51	0.43	0.55	0.43	0.38	0.34	买入
1336	新华保险	25.50	4.67	5.2	5.79	0.37	0.33	0.29	买入
2328	中国财险	6.84	1.09	0.89	1.03	0.85	0.75	0.67	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所测算，股价及汇率时间为2020年6月11日

增持（维持）

分析师

王一峰(执业证书编号:S0930519050002)

010-56513033

wangyf@ebscn.com

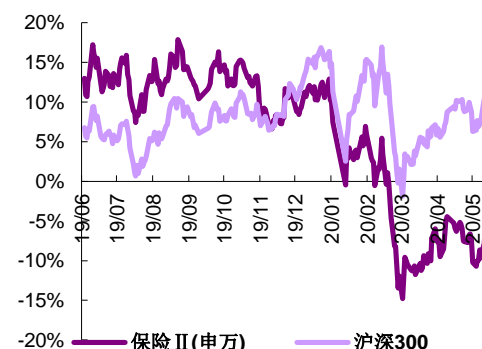
联系人

郑君怡

010-56513153

zhengjiy@ebscn.com

行业与沪深300对比图



资料来源：Wind

相关研报

行业龙头地位稳固，承保利润持续释放——中国财险(2328.HK)投资价值分析报告.....2020-5-28

新业务价值承压，期待渠道改革拐点——中国平安(601318.SH)2020年一季度报点评.....2020-4-24

NBV 逆势增长，短期利润承压——中国人寿(601628.SH)2020年一季度报点评.....2020-4-24

疫情冲击新单，投资带动利润增长——中国太保(601601.SH)2020年一季度报点评.....2020-4-26

新单逆势增长，投资大增利润——新华保险(601336.SH)2020年一季度报点评.....2020-4-29

承保利润提升，投资端稳健——中国人保(601319.SH)2020年一季度报点评

投资聚焦

研究背景

2020 年初受新型冠状病毒肺炎影响，同时，全球经济波动下，长端利率出现下行趋势，险企负债端及投资端受到不同程度的挑战，今年以来保险行业保费收入放缓，利润分化。疫情及转型是如何影响今年以来保险业经营的？随着疫情对社会经济的负面影响有所释放，各行各业复工复产有序展开，我们如何看待二季度及下半年保险行业的发展？疫情后时期保险行业存在什么机遇与挑战？本篇报告将为您阐述。

我们的创新之处

和市场上的行业报告不同，我们分析了疫情及转型对今年以来保险股的影响，从定性和定量两方面预测疫情负面冲击退去后，在公司战略差异下 2020 年二季度及全年保险行业发展，以及“疫情”后时期保险行业的机遇和挑战。

- (1) 对疫情及保险公司转型如何对今年保险业经营产生影响进行分析。
- (2) 对二季度保费收入及全年保费收入做出预判。
- (3) 从互联网保险及健康险的机会入手，对“疫情”后时期保险行业的发展趋势进行分析，同时，提出“疫情”后时期保险行业未来发展的挑战。
- (4) 基于基本面分析同时结合估值变化等敏感性测试给出长期投资建议。

投资观点

我们认为短期来看，疫情虽然较大影响保险公司展业及保费收入增长，但长期来看“疫情”推动了整个保险行业的发展。一方面，“疫情”带来的对线上销售、承保、理赔、退保的需求，推动保险行业从传统向创新发展，从线下向线上发展，推动互联网保险进程。另一方面，“疫情”带来的人民群众对保险认知的改变及健康保障意识的提升将带动健康险养老险的增长，同时财险方面，责任险方面也会有所发展。综上所述，保险行业短期或有波动，长期价值提升潜力大。

投资建议：（1）短期推荐：新华保险（601336.SH/1336.HK），中国人寿（601628.SH/2628.HK）等业绩边际改善，在代理人扩员下 NBV 及营收超预期的公司。（2）长期推荐：较早布局金融科技领域且内含价值最为稳健的正在转型中的中国平安（601318.SH/2318.HK），和股息率较高且估值最低的中国太保（601601.SH/2601.HK），受利率影响较小的财险龙头中国人保（601319.SH/1339.HK），中国财险（2328.HK）。（3）建议关注：港股上市的互联网保险公司众安在线（6060.HK）。

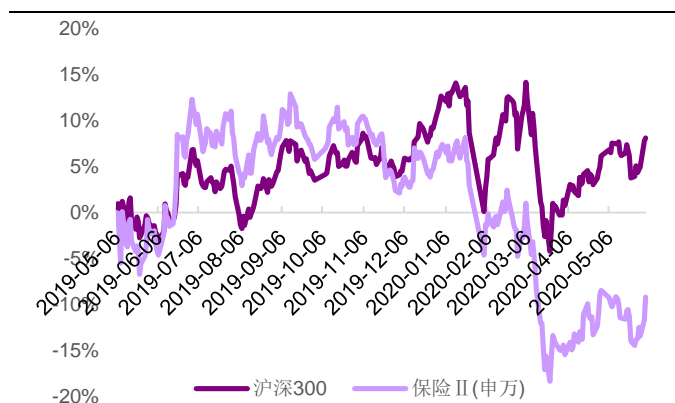
目 录

1、 今年以来保险业经营回顾	4
1.1、 寿险：保费增速放缓，新单保费增速分化	7
1.2、 产险：车险保费增速下滑，综合成本率下行	8
1.3、 健康险：疫情提升保险意识促进健康险大幅增长	10
1.4、 资产端：净投资收益下滑，利润分化	10
2、 二季度及全年展望：转型成效厚积薄发，保费与利率拐点将至	11
2.1、 保费收入增速改善，新单保费迎来拐点	11
2.2、 投资端压力加大，聚焦另类投资	13
2.3、 利率已小幅上行，险企估值或修复	14
3、 疫情后时期保险行业机遇与挑战	14
3.1、 机遇：健康养老市场空间巨大	14
3.2、 机遇：互联网保险再次启航	18
3.3、 挑战：NBV 承压，增速分化	23
3.4、 挑战：投资收益率假设影响内含价值可靠性	23
4、 投资建议	24
5、 重点标的	26
5.1、 新华保险（601336.SH/1336.HK）	26
5.2、 中国人寿（601628.SH/2628.HK）	27
5.3、 中国平安（601318.SH/2318.HK）	28
5.4、 中国太保（601601.SH/2601.HK）	30
5.5、 中国人保（601319.SH）/中国人民保险集团（1339.HK）	31
5.6、 中国财险（2328.HK）	33
6、 风险分析	34

2020 年以来保险股股价下跌幅度较大。2020 年至今（截至 6 月 11 日）申万保险指数下跌 14.7%，下跌幅度较大，中国太保下跌幅度最大为 23%，中国人寿下跌 19%，新华保险下跌 9%，中国人保下跌 17%，中国平安下跌 12%。

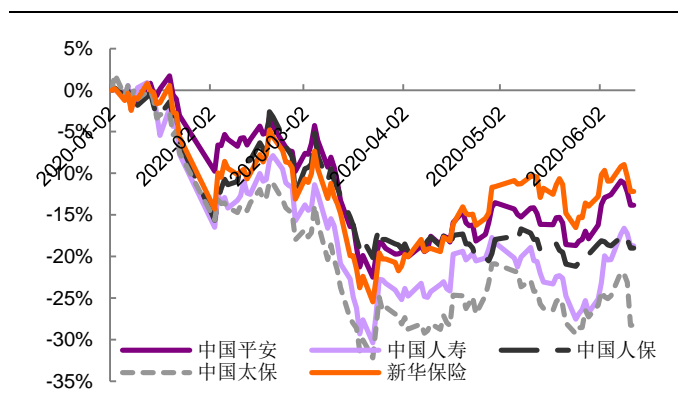
2020 年一季度保险板块业绩分化原因：（1）负债端，寿险方面，“疫情”带来的人均产能下滑叠加险企价值转型导致行业保费收入增速放缓；财险方面，新车销量持续低迷叠加“疫情”影响续期保单，总体增速大幅放缓；（2）投资端，股票市场波动与长端利率下行导致 Q1 投资收益承压，部分险企通过实现浮盈增润。

图 1：近一年申万保险指数走势



资料来源：wind，股价截至 2020 年 6 月 11 日

图 2：今年以来各 A 股上市保险公司股价走势



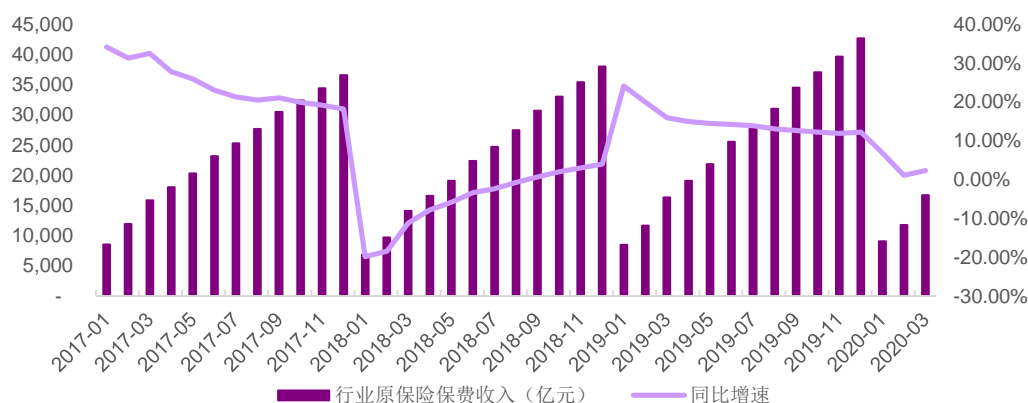
资料来源：wind，股价截至 2020 年 6 月 11 日

1、今年以来保险业经营回顾

一季度保险行业整体保费收入增速放缓，不同险种增速下滑程度分化。保险业原保费收入为 1.67 万亿，同比增长 2.3%，增幅同比下降 13.6bps。寿险同比下滑 0.6%，增幅同比下降 15.2bps。健康险同比增长 21.6%，增幅同比下降 17.5bps。意外险同比下滑 11.7%，增幅同比下降 35.8bps。财产险同比增长 0.3%，增幅同比下降 7.7 bps。

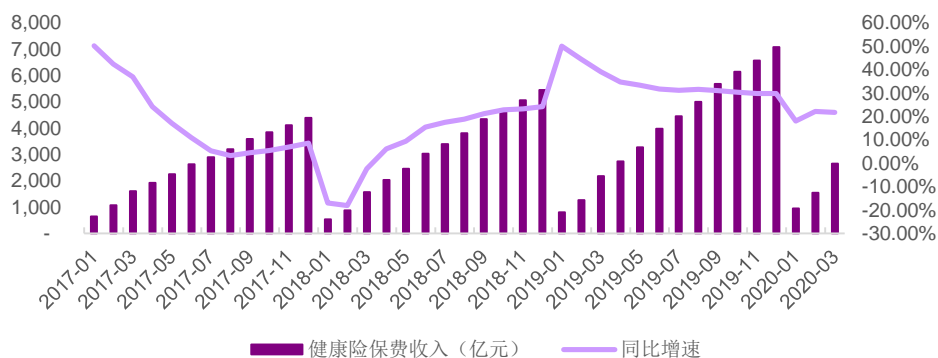
分险种来看。意外险增速下滑最大，增速由正转负，而健康险虽增幅下降 17.5bps 但总体增速仍为各类险种最快，达 21.6%。行业寿险及财产险均基本与去年同期持平。

图 3：2020 年一季度行业整体保费收入增速放缓



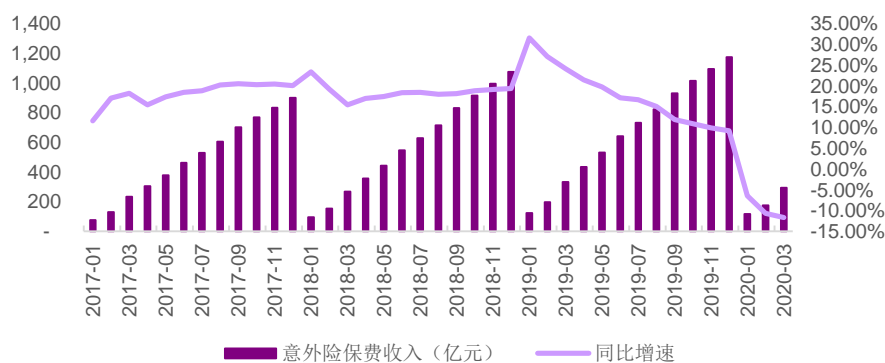
资料来源：wind

图 4：2020 年一季度行业健康险增速放缓幅度较小



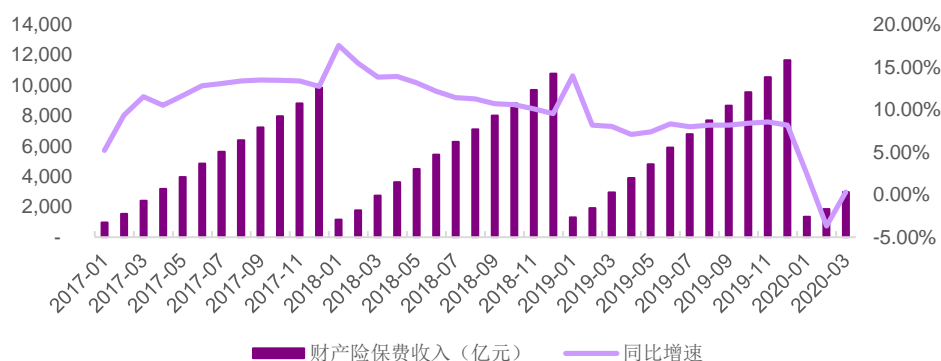
资料来源：wind

图 5：2020 年一季度行业意外险保费收入增速下滑较大



资料来源：wind

图 6：2020 年一季度行业财险保费收入下降幅度增大



资料来源：wind

疫情期间银保监会推出各类政策推动行业发展。银保监会先后发布《关于加强银行业保险业金融服务配合做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》和《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》等通知。险企主要从以下几方面支持疫情防控，（1）扩展保险责任，截至目前已有超过 35 家人身保险公司将现有 400 余款的意外险和疾病险责任范围，扩展至包含新冠肺炎导致的身故、伤残和重疾的赔付。（2）保险服务线上化，保障投保人利益。（3）开发并销售保障复工的创新险种。

表 1：疫情以来推出有关防控的保险政策

时间	监管动态（政策或意见）	主要内容
2020/1/26	发布《关于加强银行业保险业金融服务配合做好工作的通知》	落实疫情防控要求；保障金融服务顺畅；开辟金融服务绿色通道；强化疫情防控金融支持；做好受困企业金融服务（主要针对疫情严重地区及医院、医疗科研单位）
2020/2/3	《关于做好财产保险业新型冠状病毒感染肺炎疫情保险理赔服务和保险产品开发的有关工作的通知》	一是开通绿色通道，确保理赔服务及时到位。二是简化理赔流程，提高保险理赔效率。三是创新理赔方式，确保理赔服务畅通。四是扩展责任范围，为疫情防控提供产品供给。五是合理开发产品，维护财产保险市场秩序
2020/2/3	《关于做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控人身保险服务工作的通知》	一是开通绿色通道，确保理赔服务及时到位。二是适当扩展保险责任，发挥保险保障功能。三是丰富产品供给，加大一线人员保障力度。四是强化销售管理，维护消费者合法权益。五是加强疫情防控，维护稳健经营。六是做好信息报送，保持联络通畅。
2020/2/11	中国银保监会发布《关于推广人身保险电子化回访工作的通知》	明确了电子化回访的概念和适用范围；规定了保险公司开展电子化回访的条件；要求保险公司保障投保人自主选择回访方式的权利；回访内容、完成回访、回访质量管控等作出了规定；认可电子化回访的效力
2020/2/26	中国银保监会发布《关于进一步规范健康保障委托管理业务有关事项的通知》	一是明确保险公司开展健康保障委托管理业务开展条件，同时规定可将疾病审核和费用支付等纳入委托事项；二是回归业务本源，取消产品备案；三是取消委托投资功能，规范管理费用，要求保险公司不得将健康保障委托管理业务异化为理财业务；四是加强业务监管，防范潜在风险。
2020/4/2	中国银保监会发布《关于长期医疗保险产品费率调整有关问题的通知》	通过引入费率调整机制，解决了困扰医疗保险发展的制度障碍，明确传达了鼓励发展长期医疗保险的积极信号。一是明确费率可调的长期医疗保险产品范围；二是明确费率调整的基本要求；三是明确产品条款及产品说明书相关内容；四是明确费率调整的信息披露要求；五是规范保险公司销售行为，明确对违规行为的监管措施。

资料来源：银保监会

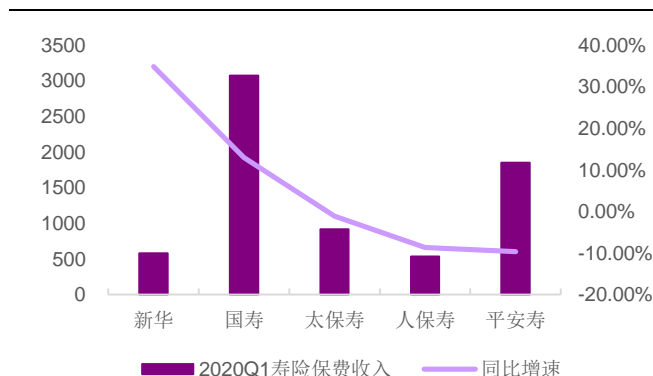
此次新型冠状病毒肺炎叠加近期险企战略转型从负债端及投资端两方面显著影响保险行业。一方面，疫情使得负债端代理人人均产能下滑从而导致保费收入下滑，同时疫情通过影响资本市场投资收益率影响保险投资端。另一方面，保险公司不同的战略方向进一步导致保费收入及 NBV 短期分化，同时投资策略导致的差异也让险企利润分化。最后，新单保费收入及投资差异将同时通过新业务价值影响险企内含价值的增长。

1.1、寿险：保费增速放缓，新单保费增速分化

分险企来看，在新冠“疫情”叠加险企价值“转型”的背景下，上市险企一季度寿险保费收入分化。国寿/平安/新华/太保/人保 2020 年 1-3 月分别实现保费收入 3078/1742/582/918/536 亿元，同比增长 13%/-11%/35%/-1%/-9%，3 月单月保费增速分别为-4%/-5%/19%/-4%/-10%。

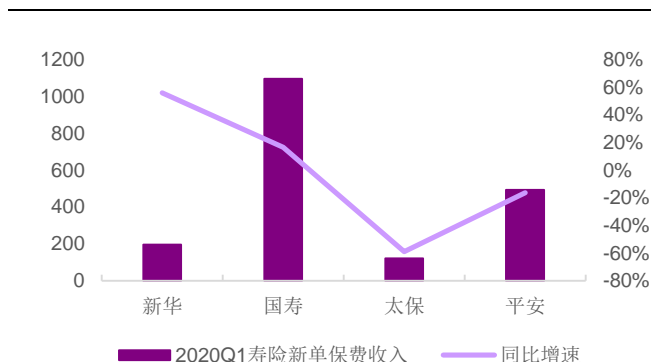
一季度险企寿险新单保费增长差异加大，整体呈下行趋势。2020 年一季度太保寿险新单保费同比下滑幅度高达 30%，平安同比下滑 19%，国寿同比增长 16%，新华同比增长 174%。国寿和新华新单同比正增长分别得益于开门红较早启动和通过银保趸交扩大规模，整体来看，受疫情影响，一季度新单保费同比增长下行趋势明显。

图 7：2020Q1 寿险保费收入增速分化（亿元）



资料来源：wind

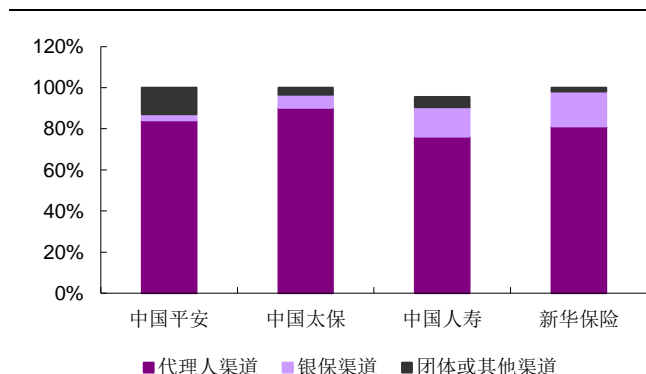
图 8：2020Q1 寿险新单保费分化（亿元）



资料来源：wind

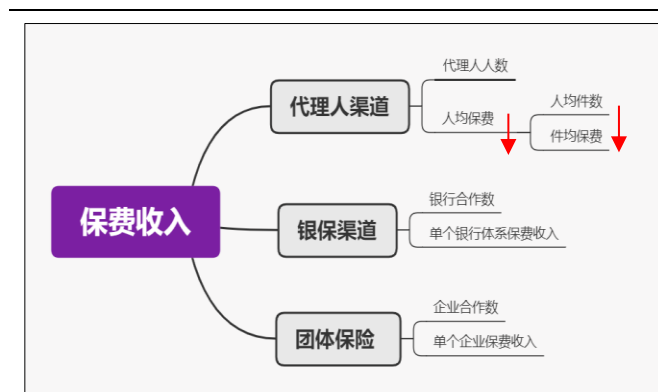
人均产能下滑叠加代理人留存率降低影响寿险保费收入。由于保险行业特别是寿险行业是代理人驱动型的，整个行业代理人渠道保费占整体保费收入的 80% 左右。此次疫情防控主要包括居民居家隔离，减少出行限制大规模聚集和人口流动，代理人展业需要进行面对面的沟通交流，此次疫情对保险业寿险负债端的影响主要是人均保单件数及件均保费，导致的整体保费收入下滑。同时人均产能下滑导致代理人脱落率提升，留存率降低也间接导致代理人人数小幅下滑。两者的同时作用进一步导致总保费收入下滑。

图 9：代理人渠道是寿险销售主要渠道（2019 年）



资料来源：wind

图 10：人均产能下滑是保费收入下滑的主要原因



资料来源：wind

五家险企转型方向差异，导致业绩分化。2020 年五家险企整体战略及未来取向有所分化。公司产品销售量价产生不同的战略方向。平安和太保着重保险回归保障，险企重价值转型导致短期保费承压，但长期贡献价值。参考国际经验，价值化转型为保险公司长期发展的必由之路，从利差驱动到死差驱动是保险行业长期稳健发展的核心。同时疫情对社会经济的负面影响有所释放，各行各业复工复产有序展开，预期国内疫情环境改善叠加转型成效下，险企业经营将厚积薄发。

表 2：险企战略转型各不相同

险企	战略计划	战略转型情况
中国平安	寿险：“2355”改革工程计划（准备筹建互联网寿险公司）积极调整代理人队伍，科技赋能提高准入门槛并加强培训考核，减少代理人规模，通过提升队伍产能带动增长。	2018 年中期开始代理人清虚，重价值保费，淡化开门红，保费结构持续调整，降低年金分红险，提升长期保障及长期储蓄型险种销售。短期保费受较大影响。金融科技继续投入。
中国太保	从转型 1.0 的“两个聚焦”发展策略向转型的“两个聚焦”发展策略向转型 2.0 的“三个聚焦”延续	代理人清虚较早，代理人数量下滑但人均产能提升困难。开始科技转型道路。
中国人寿	“鼎新工程”从人力驱动向人力与科技双轮驱动转型；从规模取向价值与规模有机统一转型；资产端投资部进行市场化改革	目前仍以人力驱动，未来发展科技驱动，短期保费受人力驱动增长迅猛。
新华保险	“1+2+1”战略。以寿险业务为核心，定位个险核心渠道，多渠道合力发展；布局养老、健康产业	高保障型健康险销售导致近年保费承压。CEO 调整后，公司总体产品战略重新搭配年金等理财产品销售，人力驱动战略及银保渠道重新开启。
中国人保	高质量发展转型的“3411”工程；从银保业务为主向个险业务为主转型	寿险仍以银保渠道为主；财险运用科技手段

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

值得注意的是，由于战略分化，不同公司件均保费各不相同，平安、太保专注保障型产品，新华、国寿年金型产品价格优惠力度大，但在突发“疫情”下保险公司策略分化，我们认为，疫情导致的人均产能的显著下滑将是导致保费收入显著下滑的主要原因。

疫情赔付对行业总体冲击不大。根据中国保险行业协会数据，截至 5 月 18 日，保险行业抗疫专属理赔累计 19.71 万件，累计赔付金额 4.39 亿元，其中，人身险公司方面累计赔付 2.91 亿元，财产险公司方面累计赔付 1.48 亿元。行业向国际/境外捐款、捐物总额达 3056 余万元。寿险方面，由于本次“疫情”影响，涉及的主要保险合同包括寿险、意外险及健康险（包括重疾险和医疗险），但负有赔付义务的合同仅限寿险及极少部分重疾险及百万医疗险。疫情赔付对行业总体冲击不大。

表 3：可赔付新型肺炎的险种及赔付责任范围

险种	赔付情况
寿险	因新型肺炎引起的身故或全残可赔付
意外险和重疾险	除监管要求扩展外，一般保险合同名录中并未存在新型肺炎的赔付责任，保险公司不需要赔付；由于肺炎造成的深度昏迷（用呼吸机维持 96 小时后），或者其他重疾类似肾衰竭透析 90 天以上，以及有身故责任的重疾险可以赔付，等待期一般是 90 或 180 天。
百万医疗险	赔付免赔额（通常为 1 万）以外的医疗费用，由于国家财政免费治疗确诊病例，实际赔付率不高

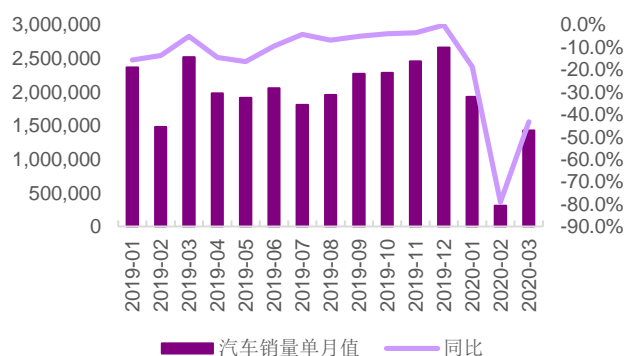
资料来源：慧择保险网，光大证券研究所整理

1.2、产险：车险保费增速下滑，综合成本率下行

“疫情”对产险的影响主要来自于车险，历年车险占产险保费收入的比例在 60%左右，新车销量大幅下滑是 1-2 月财险公司保费收入增速放缓甚至负增长的主要原因。此次疫情一方面影响新车销量导致车险新单下滑，另

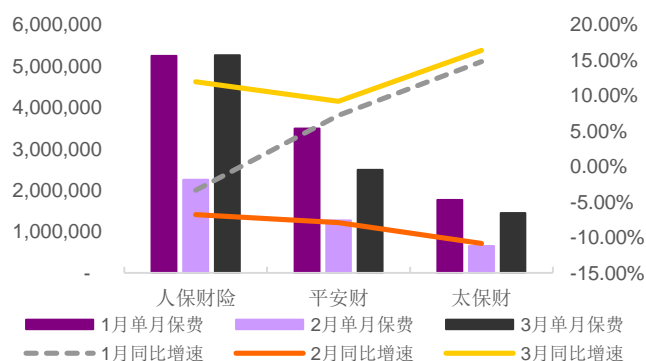
一方面现有保单续保受到一定障碍。据汽车业协会数据，1月新车销量同比下滑近20%，2月新车同比下滑80%，下滑幅度进一步扩大。汽车行业持续低迷将导致车险增速继续下滑，2月车险保费下滑幅度较1月进一步加剧，单月保费平均下滑7%左右。3月汽车销量下滑幅度并未增加，车险增速大幅回升。

图 11：2020Q1 汽车销量单月同比下滑显著（辆）



资料来源：银保监会，汽车业协会

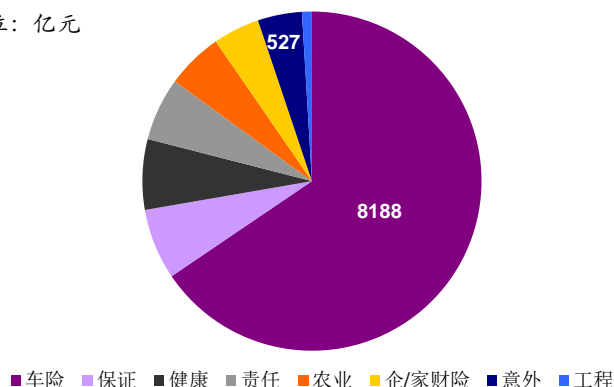
图 12：2020 年 3 月产险公司保费收入增速回暖（万元）



资料来源：wind

图 13：产险保费收入占比细分（2019 年）

单位：亿元

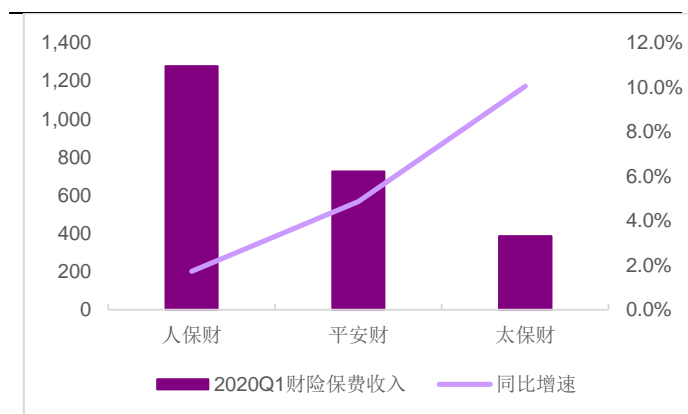


资料来源：银保监会

非车险方面，总体增速受疫情影响小于车险。疫情管控导致出行出游人数受限，旅行意外险直线下滑，但由于意外险占产险公司保费收入比例低于5%，2019年全行业产险意外险仅贡献527亿的保费收入，总体对产险公司影响不大。货运险及交通运输等受影响的其他非车险险种占比低于1%，预计保费会略有下滑但非车险压力总体不大。

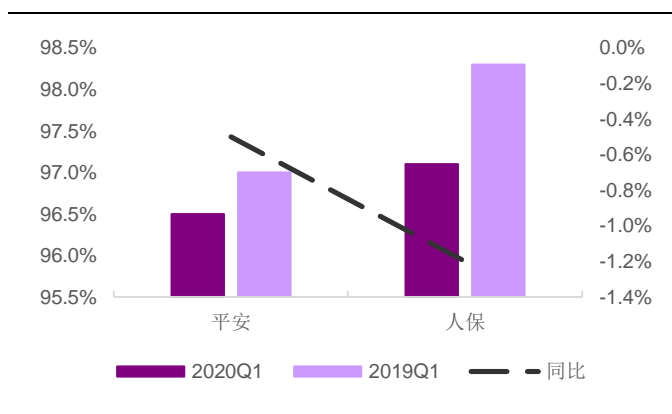
疫情期间非车险拉动保费收入正增长，综合成本率下降。2020Q1行业车险保费累计1939亿(YOY-2.7%)拖累总财产险(2962亿)增速至0.3%。分公司来看，三家险企保费收入均维持同比正增长，其中太保财险增速最快高达10%，人保财险增速最慢为1.7%。2020Q1财产险综合成本率均出现不同程度的下滑，平安下滑0.5pct，太保下滑1.2pct。

图 14：2020Q1 财险保费增速分化（亿元）



资料来源：wind

图 15：2020Q1 综合成本率下降



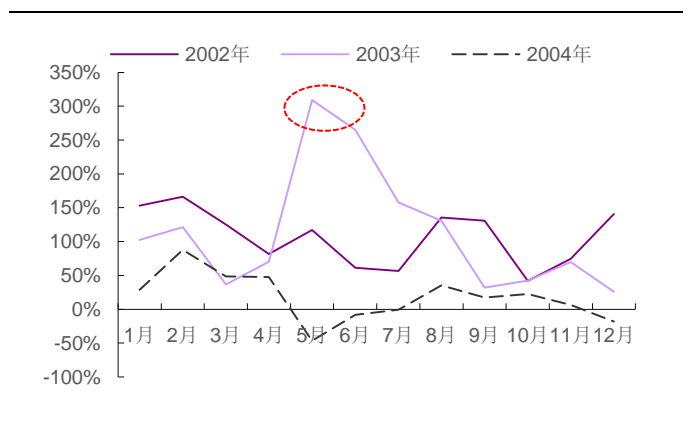
资料来源：wind

短期来看，此次疫情影响出行导致车险出险率下行，抵减车险保费收入的下滑带来的净利润下滑。产险赔付支出一季度下滑 11.7% 至 1261 亿元，综合成本率下降。长期来看此次“疫情”引起的数字化理赔及线上服务加速发展，总体赔付率将不升反降，车险综合成本率下行趋势将持续。

1.3、健康险：疫情提升保险意识促进健康险大幅增长

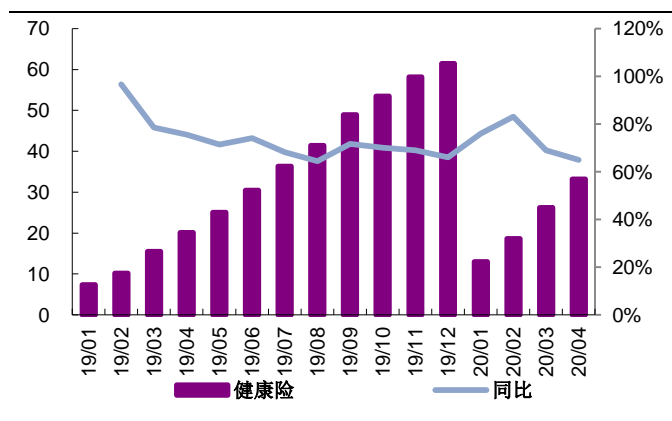
短期疫情影响下，健康险保费增长势头不减，未来半年或将迎来一波小阳春。不同于寿险和财险业务的分化局面，健康险业务在今年 1 月仍旧保持较高的增速。具体来看，1 月人保健康保费收入达到 48.88 亿元，同比增长 23.06%；平安健康更是在 2019 年 1 月同比翻番达到 7.39 亿元之后，今年 1 月再度同比增长 72.53%，保费收入达到 12.75 亿元，2 月平安健康险保费收入继续上行，同比增速高达 109%。我们参考 2003 年非典时期数据来分析疫情对后续健康险保费的影响。数据显示，非典疫情缓解后，健康险单月保费收入迎来迅速反弹，2003 年 5 月、6 月和 7 月单月保费同比分别增长 3.09、2.65 和 1.58 倍，远高于前后两年同期水平及同年其他月份水平。疫情影响下人们保险意识有所提升，促进疫情期间健康险保费大幅增长。

图 16：2002-2004 年健康险保费收入增速



资料来源：wind

图 17：平安健康 2020 年 1-4 月保费收入（亿元）



资料来源：wind

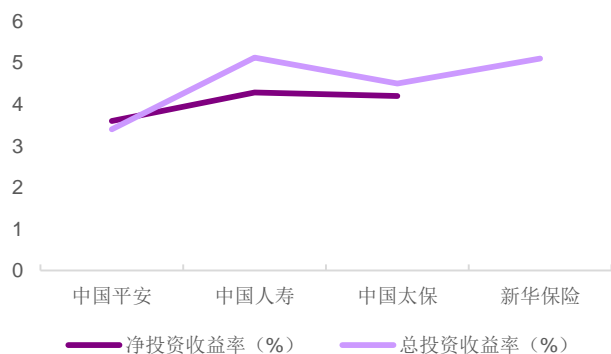
1.4、资产端：净投资收益下滑，利润分化

2020Q1 上市险企净投资收益率均出现不同程度下滑，总投资收益率分化。中国人寿 (5.13%) > 新华保险 (5.10%) > 太平洋保险 (4.50%) > 中国

平安 (3.40%)。其中新华保险同比增长 0.9 个百分点, 其他三家险企总投资收益率均出现明显下滑: 中国平安同比下跌 1.7 个百分点, 中国人寿同比下滑 1.58 个百分点, 中国太保同比下滑 0.1 个百分点。

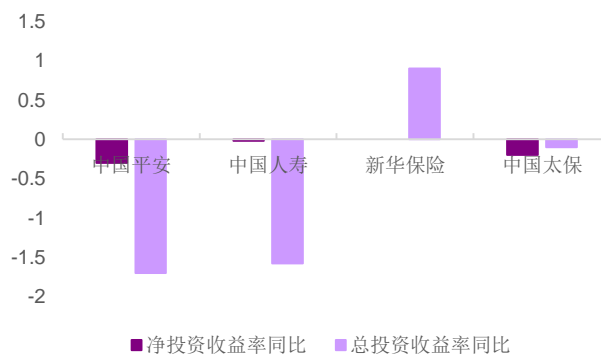
2020 年 Q1 上市险企共实现归母净利润 632 亿(YOY-26.7%), 增速分化。中国平安 (261 亿元) > 中国人寿 (171 亿元) > 中国太保 (84 亿元) > 新华保险 (46 亿元)。其中中国太保和新华保险归母净利润分别同比增长 53.1% 和 37.7%。而中国人寿同比下降了 34.4%, 中国平安同比下降了 42.7%。

图 18: 2020 年 Q1 投资收益率



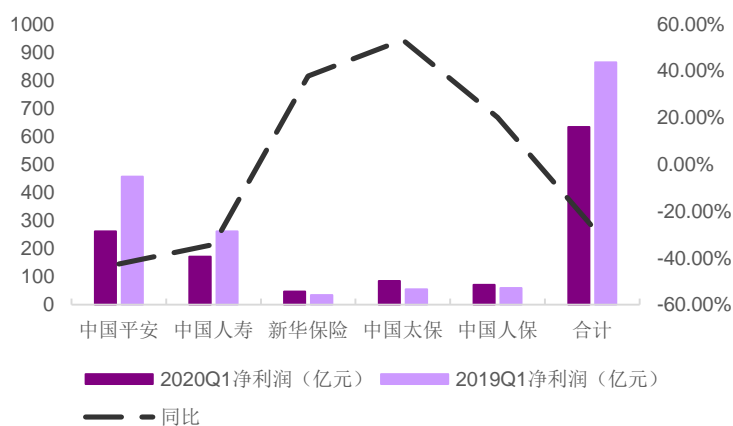
资料来源: wind

图 19: 2020 年 Q1 投资收益率同比变化 (百分点)



资料来源: wind

图 20: 2020Q1 险企归母净利润分化



资料来源: wind

2、二季度及全年展望: 转型成效厚积薄发, 保费与利率拐点将至

2.1、保费收入增速改善, 新单保费迎来拐点

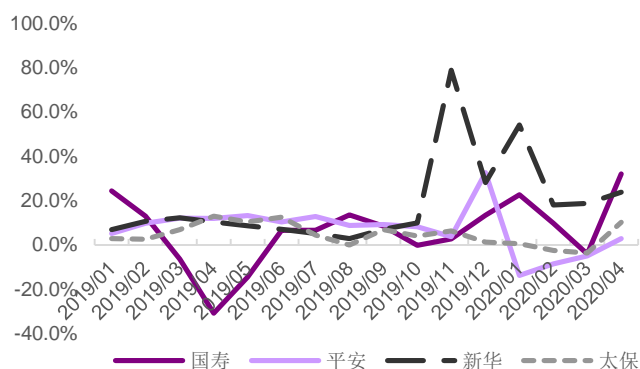
寿险方面, 我们预计随二季度寿险展业有所恢复, 险企保费增速分化现象将缓解。2020 年 1-4 月全国累计人身险保费收入 1.59 万亿元(YOY+5%), 4 月单月保费 2136 亿元(YOY+19%), 去年同期+11%, 3 月单月+5%, 保费增速反弹明显, 拐点将至。

分险种看, 寿险 4 月单月保费 1385 亿元, 同比大增 21%(去年同期 7%), 健康险 4 月单月保费同比+17%。一方面, 险企针对新冠疫情冲击加大保险

产品营销力度，代理人线下展业有序开展；另一方面，疫情压制下的保险保障产品需求有所释放，两方面因素叠加带动保费收入高增长。

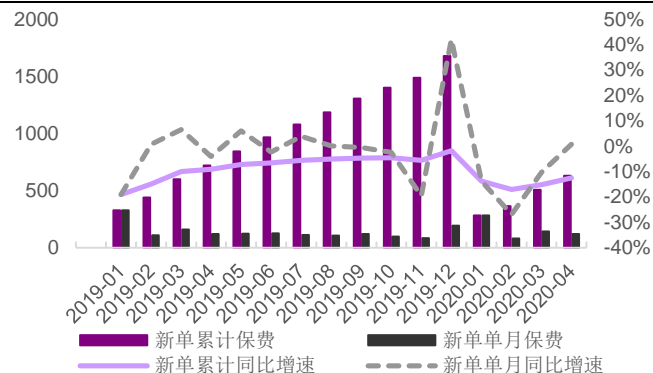
分公司看，国寿/平安/新华/太保 1-4 月保费收入同比增长 14%/-9%/33%/0.1%，4 月单月保费增速分别为 32%/3%/24%/10%。国寿 4 月单月保费增速大幅提高；平安寿保费负增长有所好转，且单月保费增速转负为正；新华保费增速继续领跑同业，单月保费增速略高于上月；太保单月保费同比增速从-4%转正至 10%。随着二季度代理人线下展业恢复，我们预计行业寿险新单保费将迎来拐点。

图 21：上市险企寿险单月保费同比增速



资料来源：公司公告

图 22：平安新单单月及累计保费增速回暖（亿元）

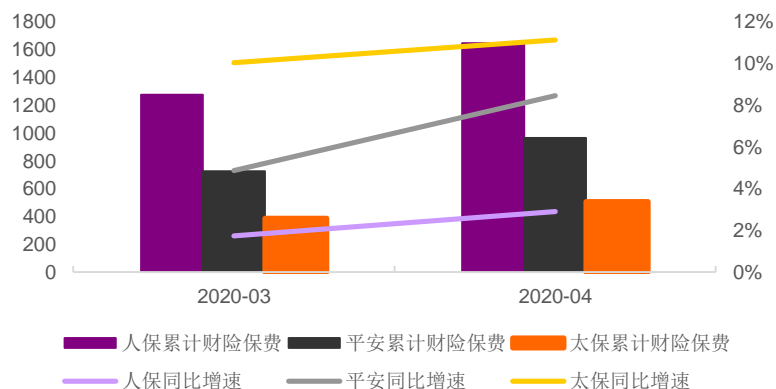


资料来源：公司公告

财险方面，预期随乘用车市场继续回暖，财险公司车险保费增速将有所回升，同时非车险、意健险继续贡献增长点。2020 年 1-4 月全国累计实现财险保费收入 4016 亿元(YOY+3%)，单月保费收入 1054 亿元(YOY+13%，去年同期+7%)。乘用车市场持续回暖下，车险销售继续改善，加之非车险延迟需求释放，两方面因素共同推高财险保费收入。

分公司看，平安/人保/太保 1-4 月分别实现保费收入 965/1647/508 亿元，同比增长 8%/3%/11%，单月保费增速 21%/7%/15%。太保保费增长与上月基本持平；平安财险单月保费增速抬升明显，高出 3 月单月增速 12pct，其中 1-4 月车险保费同比增速由负转正至 0.8%，1-4 月非车险保费同比+27%，贡献财险保费增长。

图 23：头部险企财险业务 4 月保费继续改善（亿元）



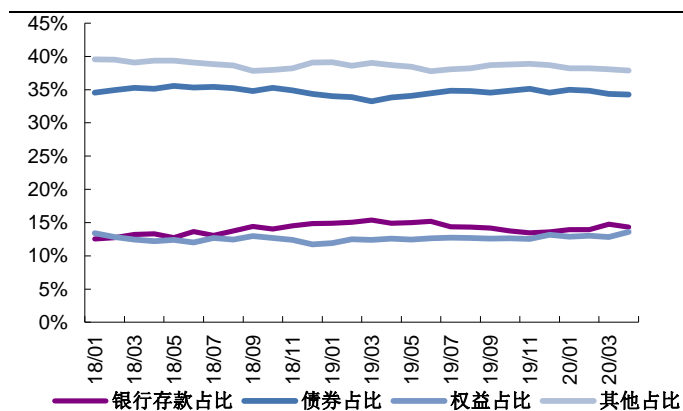
资料来源：公司公告

我们认为，3 月、4 月行业和上市险企保费数据的持续改善均表明保费增长拐点将要到来。考虑到疫情期间多数险企通过调整营销、增员策略改善保费边际，同时疫情后保险产品延迟需求释放、人们保障意识有所提升，预期险企负债端改善将在二、三季度延续。

2.2、投资端压力加大，聚焦另类投资

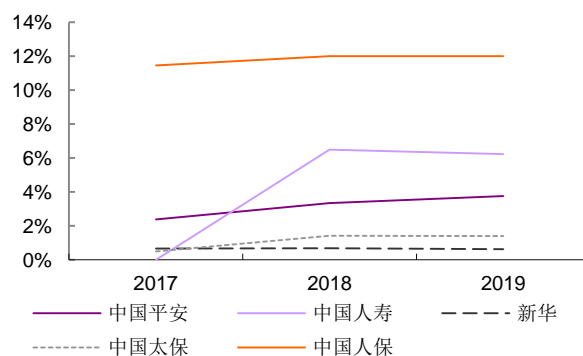
疫情影响保险公司短期投资波动，保险公司将寻求另类投资机会。2020 年 2 月“疫情时期”国寿举牌农业银行 H 股，太保举牌赣锋锂业 H 股，3 月国寿增持并举牌中广核电力 H 股、太保举牌锦江资本，6 月国寿再度举牌农业银行 H 股。预计“疫情”后时期，多数保险公司开始举牌上市公司，除此之外险企继续增配长期股权投资，增加长期权益投资及另类投资比例。在“疫情”及全球经济下行周期下，2020 年各险企资产配置进行全面调整，市场波动叠加险企调整资产配置以适应新会计准则，2020 年行业整体投资收益率面临进一步下滑。同时除平安外其他险企进一步延期采用新会计准则 IFRS9，但各险企仍在调整投资组合以适应可交易性金融权益投资波动加大导致的利润波动。预计未来整体行业利润波动加大。

图 24：近年来另类投资占比维持较高水平



资料来源：银保监会，wind，截至 2020 年 5 月

图 25：长期股权投资占总资产比重表明险企长期股权投资配置稳中有升

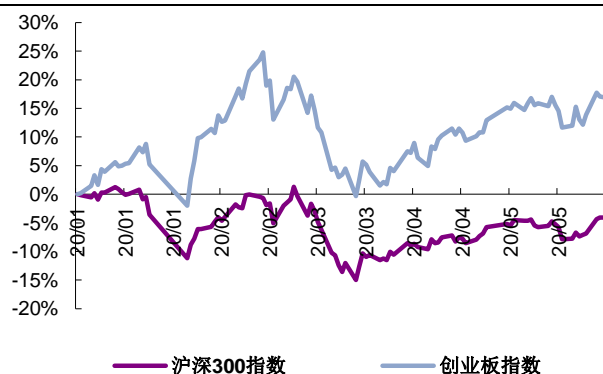


资料来源：公司公告

2.3、利率已小幅上行，险企估值或修复

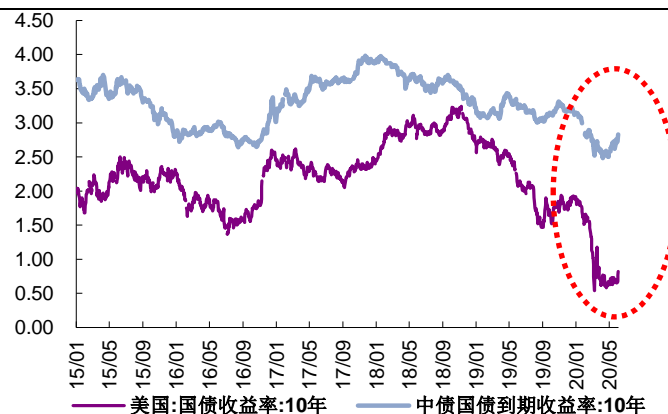
“疫情”导致的全球经济下行危机及全球股市波动。一方面，股市波动导致投资资产配置风险加大。受“疫情”影响及全球经济下行预期，股票市场波动较大，保险资金配置股票压力加大。另一方面，全球经济下行，长端利率下行加速。受海外疫情持续扩散影响，国际金融市场动荡加剧，避险情绪推动我国长端利率加速下行至 2.5% 左右。同时非标等债券信用违约风险加剧。

图 26：2020 年以来股票市场波动



资料来源：wind，数据截至日期 2020 年 6 月 11 日

图 27：5 月初以来国债利率小幅回升



资料来源：wind，数据截至日期 2020 年 6 月 11 日

净投资收益受长端利率影响下滑，期待利率拐点。长端利率下行趋势下，上市险企净投资收益有所下滑。由于每年保险资金新增资金较大约 2 万亿，且保险资金投资债权类资产比重较大占总投资资产 70% 左右，投资非标比重占总投资资产 35% 左右。预计全球经济下行预期，长端利率下行加剧将导致保险新增资金资产投资收益率下滑，同时对保险资产负债久期匹配产生压力，保险公司极易出现利差损。利率短期已从前期 2.5% 左右的低位上行 30bps 至 2.8% 左右，且保持震荡，长期上行趋势虽仍需等待，但四季度值得期待。

3、疫情后时期保险行业机遇与挑战

3.1、机遇：健康养老市场空间巨大

自从 2003 年非典以后，2004 年监管部门发布《关于加快发展商业健康保险的若干意见》以来，我国商业健康险从起步开始经历了 15 年多的发展历程。直到 2015 和 2016 年健康险才真正上升到“十三五”国家战略规划，并推出个人税收优惠型健康保险业务等的发展。2019 年以财险公司为代表的短期健康险发展迅猛，在车险增长乏力的同时为中小财险提供客观收益，2019 年全年健康险保费突破 7000 亿，同比增速近 30%，市场热度不减，监管持续发力推出《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知》等规范健康险业务的政策。随着我国人均可支配收入提升，健康养老需求迅速增长。“疫情”发生以来，健康险意识逐步提升，健康险需求将进一步扩大，同时保险公司健康险产品进一步完善，健康养老发展进行时。

- (1) 我国健康险增速波动大，整体增长迅速，但市场规模相对偏小。人身险市场健康险保费占比较低。我国国民商业健康险普及程度不高，商

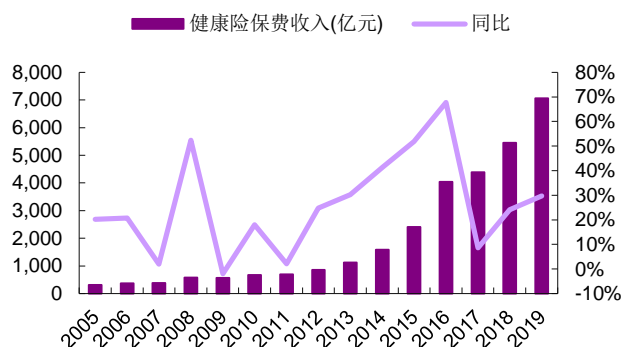
业健康险参保率低，对医疗卫生费用支出贡献低，难以有效分担居民医疗卫生费用支出压力。

- (2) 长期来看，商业健康险市场空间受政策推动进一步扩大。我国多层次医疗保障体系构建的宏观诉求及少子老龄化背景下微观个体的健康要求均为商业健康险创造需求缺口。对我国健康险市场低投保率、低保险密度、低市场规模等的讨论表明其需求空间广阔。商业健康险市场雏凤将鸣。

3.1.1、我国健康险深度/密度与国外相比较低，市场空间巨大

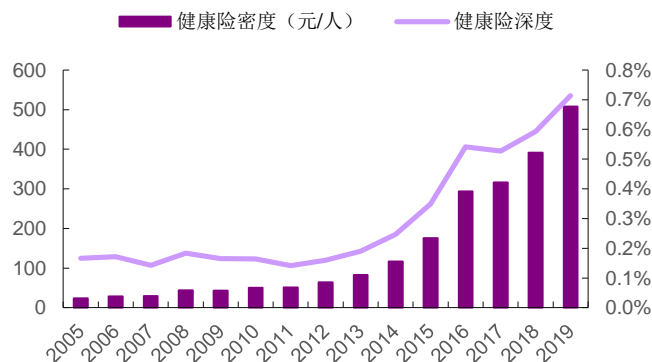
我国健康险增速波动大，整体增长迅速，深度/密度与国外有较大差距，目前市场规模相对偏小，成长空间大。2005 年至今年均保费增速 26.1%。2019 年实现健康险保费收入 7066 亿元，同比增长 29.7%，健康险密度 507 元/人，健康险深度 0.71%，相比之下，美国 2015 年健康险密度早已达到 3472 元/人，健康险深度 0.88%。人身险市场健康险保费占比基数小，连年抬升。2019 年人身险市场健康险保费占比 23%，较 2018 年提升 3 个百分点。

图 28：健康险保费同比增速近年来有加快趋势



资料来源：wind

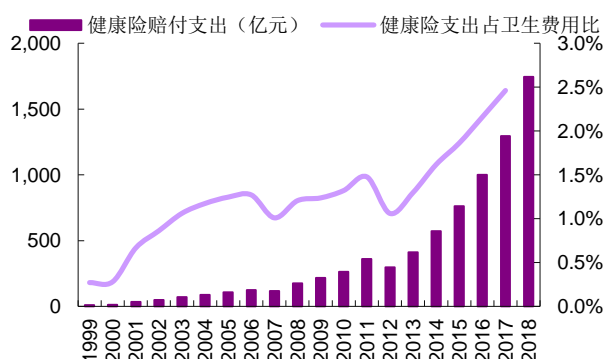
图 29：健康险密度深度逐年提升但仍处于较低水平



资料来源：wind

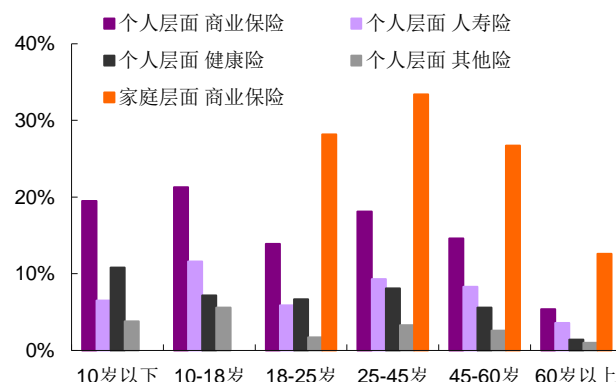
商业健康险参保率低，对医疗卫生费用支出贡献低，难以有效分担居民医疗卫生费用支出压力，随着国家医疗卫生改革未来提升潜力大。根据《第五次国家卫生服务调查分析报告》，2013 年居民购买商业医疗保险的比例为 6.9%，与 2008 年基本一致。根据《2018 中国城市家庭财富报告》，在各年龄段中，10 岁以下儿童商业健康险参保率最高为 10.8%，25-45 岁人群商业健康险参保率仅 8.1%。整体而言，我国国民商业健康险普及程度不高，参保率有待提高。2017 年中国商业健康险赔付支出 1294.8 万元，仅占当年卫生费用支出的 2.46%，发达国家商业健康险赔付支出在医疗费用中占比的平均水平在 10% 以上，商业健康险尚有较大的成长空间。

图 30：商业健康险支出及占卫生支出比例低



资料来源：wind，银保监会；《2018 中国城市家庭财富报告》

图 31：2018 年各年龄段商业保险参保率



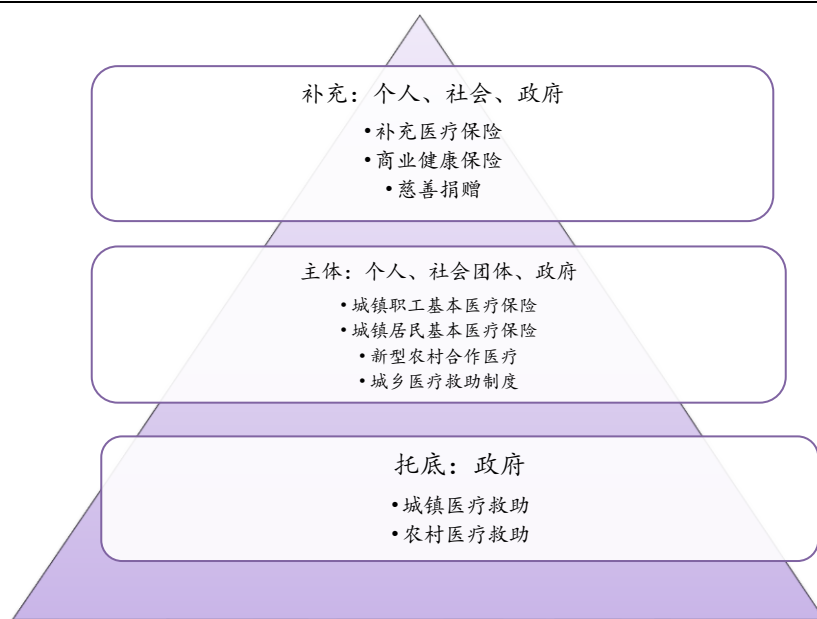
资料来源：wind，银保监会；《2018 中国城市家庭财富报告》

3.1.2、疫情后政策推动多层次的医疗保障体系建设叠加人口老龄化加快提升健康险需求

政策支持发展商业健康险构建多层次医疗保障体系。自疫情发生以来，中共中央、国务院 2020 年 3 月 6 日正式发布《关于深化医疗保障制度改革的意见》，明确提出“加快发展商业健康保险，丰富健康保险产品供给，用足用好商业健康保险个人所得税政策，研究扩大保险产品范围。”此次新冠肺炎疫情凸显了加快建设多层次医疗保障体系的重要性。财政资金虽然解决了此次肺炎疫情的治疗费用，但关于后续健康保障、后遗症、副作用等可能导致的医疗费用对于普通家庭来说仍然难以承担。商业健康险定位于基本医疗保险的重要补充，随政策支持力度不断加大，商业保险将不断开发新的险种给予国民更加全面的医疗保障。

2015 年以来，国家已通过税收优惠等政策支持引导商业健康险，着力促进社会服务领域商业保险发展，政策支持有迹可循。2015 年 5 月《关于开展商业健康保险个人所得税政策试点工作的通知》发布，规定对试点地区个人购买符合规定的健康保险产品的支出，按照 2400 元/年的限额标准在个人所得税前予以扣除。2017 年发布《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》，规定自 7 月 1 日起，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。2019 年 12 月，国务院审议通过《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》，明确提出完善健康保险产品和服务，“力争到 2025 年，健康险市场规模超过 2 万亿元。”此次《意见》提出，到 2030 年全面建成以基本医疗保险为主体，医疗救助为托底，补充医疗保险、商业健康保险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的医疗保障制度体系。

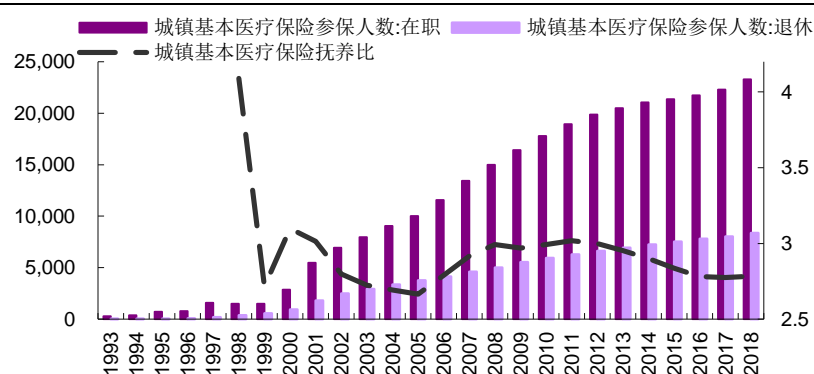
图 32：中国未来医疗保障体系



资料来源：国家医疗保障局

在政策推动下，构建多层次医疗保障体系的宏观诉求为商业健康险创造需求缺口。我国基本医疗保险基本全覆盖但水平低，抚养比逐年下降，增大医疗保险支付压力。近年来抚养比逐年下降，2018 年城镇基本医疗保险抚养比 2.78，每一退休职工需要 2.78 位在职职工承担养老负担。医保基金支付压力加大，部分省市入不敷出。2016 年青海和西藏城镇医保基金结余累计为负，仅有 4 个省份累计结余超 100 万。按照制度设计，统筹医保基金结存需保证 6 至 9 个月的支付需求，各地区医保基金支付压力显而易见。可以预见，当前医保基金支付情况更加不容乐观。

图 33：城镇基本医疗保险抚养比（万人）

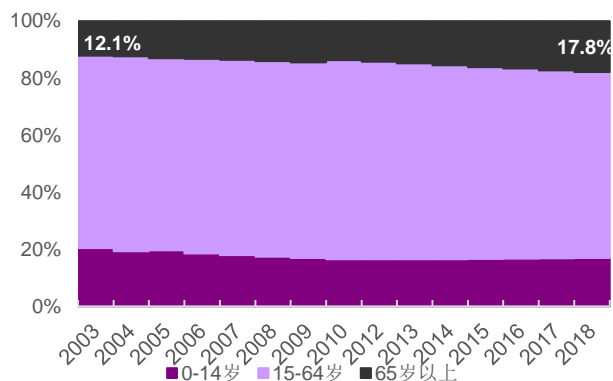


资料来源：wind

少子老龄化背景下微观个体的健康诉求释放商业健康险需求：我国 65 岁以上人口占比连年攀升。根据抽样数据统计，我国 65 岁以上人口占比从 2003 年的 12.1% 增加至 2017 年的 17.8%，与此相伴随的是青少年人口占比的逐年下滑，0-14 岁人口占比从 2003 年 20.3% 降至 2017 年 16.9%。少子化问题日益突出。在老龄化加剧的境况下，2015 年国家提出全面放开二胎

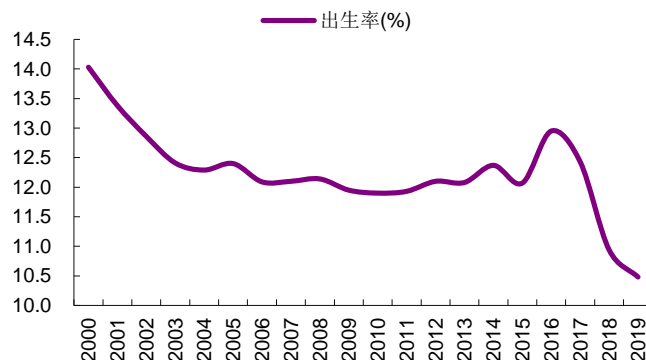
政策，但政策收效有限，2016 年出生率有所抬升后很快出现断崖式下滑，少子化问题极为严峻。少子老龄化浪潮下，老人赡养负担加重，面对诸多不确定因素，保险成为重要的风险分散的手段。

图 34：中国人口结构（抽样计算）



资料来源：wind

图 35：中国出生率总体呈下降趋势



资料来源：wind

综合来看，商业健康险市场空间潜力巨大。“疫情”带来的人民健康意识的提高以及我国多层次医疗保障体系构建的宏观诉求及少子老龄化背景下微观个体的健康要求均为商业健康险创造需求缺口。此前对我国健康险市场低投保率、低保险密度、低市场规模等的讨论表明其需求空间广阔。根据《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》2025 年到达 2 万亿的市场需要平均 19% 的年化增速，在“疫情”后时期我们预计 2020 年健康险仍能保持 2019 年 30% 的较快增速，2025 年的保费目标实现可能性较大。

3.2、机遇：互联网保险再次启航

保险企业“疫情”期间不能线下活动，导致业务萎缩的同时对线上服务需求扩大，主要体现在：（1）客户线上投保续保及咨询的需求。（2）代理人线上展业及培训需求，对公司的底层软硬件的提升要求较大。（3）理赔现场化及流程化的需求。（4）居家办公软件的需求。

互联网保险的重要性和必要性再次得到凸显。疫情下，保险公司线下经营受阻，销售、承保、核保、理赔等服务均受到不同程度的影响，进一步催生对保险服务线上化的需求。“疫情”发生后各保险公司迅速反应，纷纷进行线上布局，从微信理赔到智能阅片，同时开发支持疫情的各类险种，包括防疫新药或疫苗企业生产责任保险、医护人员专属人身意外保障及企业疫情防控综合保险。

表 4：疫情期间各保险公司线上服务措施

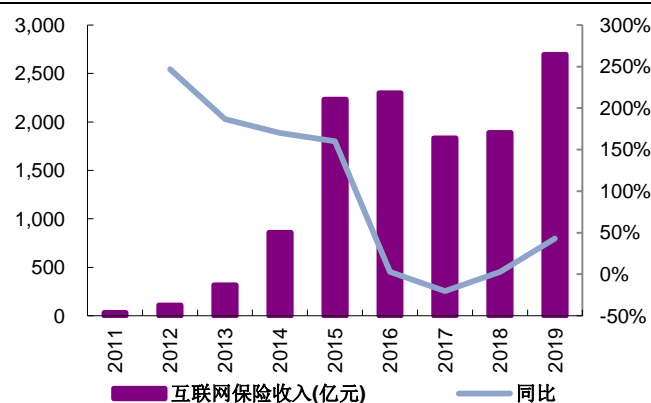
公司	措施	大致内容
中国人寿	无接触承保理赔农业保险产品	用电话和微信等远程指导农户利用“国寿 i 农险”APP 完成拍照、称重、无害化处理等工作
中国人保	寿险线上化服务	通过电话、微信联系拜访客户，利用“人保寿险管家”APP、人保 E 通、人保微+等线上平台开展线上理赔、给付、保全、咨询等服务工作。 积极丰富线上课程，通过视频培训方式学习完整的专业课程，利用保互通、“人保 e 学”线上培训平台，开展在线学习、在线测试、在线报名、在线问答、在线训练辅导等工作。
	开发疫情防控综合险	在多地推出了复工复产企业疫情防控综合保险，以及“小微企业卫士”组合保险等产品。
中国太保	开发专门险种应对疫情	开发防疫新药或疫苗企业生产责任保险。
新华保险	微信自助理赔	疫情期间，通过微信自助办理理赔的占比较以往时期有了显著增长，目前已占到全部业务的 93%。线上理赔已经成为疫情期间客户首选的理赔申请方式。
中国平安	科技赋能保全团队	运用科技赋能保证代理人留存
	为医护人员提供人身意外保障	为在湖北一线采访的媒体工作者提供人身意外保障和因公染病定向补助。为防控一线疾控和医护人员提供专属风险保障。
	推出新冠肺炎智能阅片系统协助管控疫情	智能阅片系统已为超过 1500 家医疗机构提供服务，逾 5000 位病人接受该检测。该系统只需 15 秒左右便能产出智能检测系统，准确率高达 90% 以上。

资料来源：各公司官网，光大证券研究所整理

3.2.1、疫情对互联网保险提出更全面的要求

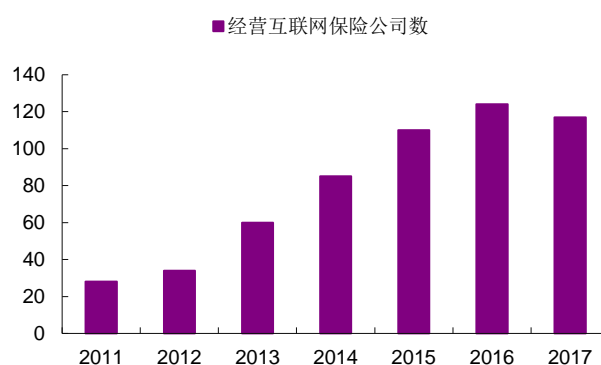
2019 年 12 月疫情期间银保监会推出《互联网保险业务监管办法》征求意见稿奠定了我国互联网保险从萌芽到重新启航的政策基础。自 2011 年第一个互联网保险相关政策发布以来，以众安在线及相互宝为代表的互联网保险依托互联网 BAT 等公司迅速崛起。近年来互联网保险增速较快但基数较小，占全行业保费收入不到 5%。目前，我国互联网保险数量及保费收入仍处于初期阶段。主要形式仍为在营销及科技上运用。疫情后时期对互联网保险的需求不仅体现在营销渠道上，更需要互联网保险的经营能力，包括从销售、服务、核保、理赔建立一整套保险体系。

图 36：我国互联网保险收入不高增速放缓



资料来源：保险业协会

图 37：经营互联网保险数量不多



资料来源：保险业协会

我国互联网保险仍处于初期阶段，疫情下互联网保险公司数量有望提升。2017 年底国内经营互联网保险公司数为 117 家，占保险公司总数的 68.8%，相比之下，2007 年美国保险公司已全部开展互联网业务。中国互联网保险数量的扩张尚有较大空间，疫情后时期互联网保险公司数量有望提升。

目前我国互联网保险仍以渠道营销及短期险种为主，疫情带来线上经营重新启航。中保协互联网保险收入以渠道作为统计依据，分“自营网络平台”和“第三方网络平台”两种线上渠道进行统计。“线上销售+线下理赔”是我国大

部分互联网保险的经营方式。以众安在线的“保鼎车险”为例，“保鼎车险”是众安和平安联合推出的车险，由众安提供线上多场景服务，平安负责线下理赔。但对互联网保险的界定远不止于此。根据《互联网保险业务监管办法》，互联网保险业务是指保险机构依托互联网和移动通信等技术，通过自营网络平台、第三方网络平台等订立保险合同、提供保险服务的业务。具体包括销售、承保、理赔、退保、投诉处理及客户服务等保险经营行为。疫情后时期，对互联网保险提出了更全面的要求。

以平安为代表的传统险企具有大数据及资金优势搭建技术平台优势显著。在保险服务的线上经营方面，中国平安走在行业前列，寿险方面通过AI面谈官辅助完成代理人筛选工作，截至2019年12月末，AI面试覆盖率达100%；将科技与增员、培训、客户开拓等环节深度结合，赋能代理人队伍发展；平安产险线上理赔服务持续领先，运用领先的AI图片定损技术和精准客户画像技术，为近90%的出险客户提供端到端在线陪伴的办理赔、查理赔服务，其中近25%的案件可通过智能定损完成。传统险企具有大数据及资金优势搭建技术平台优势显著，中小险企及新兴互联网保险平台未来仍会以短期险等产品的渠道销售为主或以技术输出为主要盈利来源。

图 38：中国平安保险智能运营平台



资料来源：中国平安官网

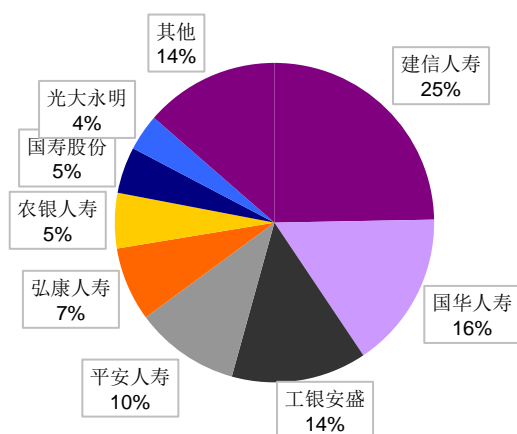
3.2.2、中小险企或通过互联网保险抢占市场

疫情后时期互联网保险将仍以短期险种为主，代理人代表的线下服务仍然是保险业销售长期储蓄及长期保障型险种的主要渠道。但长期来看，互

联网保险通过理赔及与其他公司合作等方式迅速积累大量数据，为未来销售长期保障型等复杂产品奠定基础。

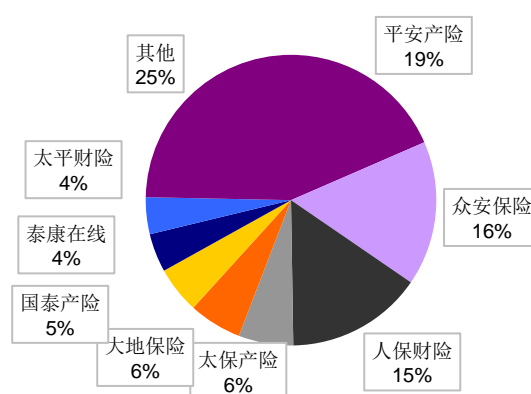
互联网保险目前以短期简易险种为主。销售较多的为健康险、分红险、年金险、投连险、万能险、意外险等，期限偏短且投资性质较强的保险产品，这类产品价格相对偏低，后续保险服务相对简省，适合通过互联网途径进行营销经营。2018 年互联网人身险收入 1193.2 亿元，占互联网保险收入的 63.2%，主要仍为传统银保渠道较强势的寿险公司。相比之下，以众安在线为代表的互联网财产险公司占据互联网财险的较大市场份额。我们预计以短期健康险、短期寿险、年金险和车险为主要销售模式的互联网保险仍为主流，未来依托于传统保险公司的互联网保险作为一个技术渠道和手段将提高整体行业销售、核保和理赔效率，降低行业整体成本，更好的为客户进行线上化服务。

图 39：2018 年互联网人身险市场份额



资料来源：保险业协会

图 40：2018 年互联网财产险市场份额



资料来源：保险业协会

(1) 互联网保险代表：众安在线主营短期消费场景保险及技术输出

众安在线财产保险股份有限公司（众安在线）由中国平安、蚂蚁金服、腾讯于 2013 年发起设立，是国内第一家互联网保险公司，持专业互联网公司牌照。光环加身的众安在线自创立起便广受关注，业务经营从一片传统财产险公司中杀出重围，2018 年互联网财产险份额高居第二。

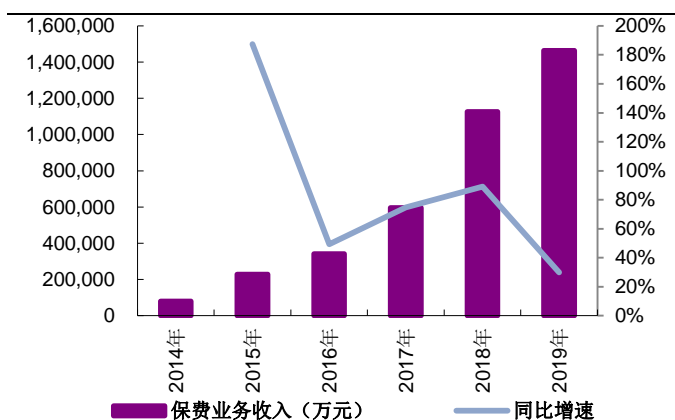
众安在线主要经营两类业务，一是保险业务，二是技术产品化输出，后者由众安在线全资子公司众安科技完成，本报告主要讨论其保险业务。众安在线保险产品布局健康、消费金融、汽车、生活消费、航旅五大领域，产品中除健康险、意外险、车险外，大都属于场景保险。众安在线不设任何分支机构，完全通过互联网展业。

众安在线将人工智能、大数据等金融科技前沿技术运用在营销、承保、定价及理赔的各个环节，将科技与保险紧密结合，真正意义上颠覆传统保险的经营模式。如运用人工智能中的人脸识别和微表情技术，优化互联网审批流程；对旗下部分保险产品在完全数字场景下自动理赔；通过健身运动设备收集用户的身体数据，协助健康保险产品定价的同时公司及旗下产品的曝光度。

领先的互联网财险公司，市场份额逐步提升。2013年9月29日众安保险获中国保监会同意开业批复，完全通过互联网进行承保和理赔服务。业务主要包括与互联网交易直接相关的企业/家庭财产保险、货运保险、责任保险、信用保证保险；机动车保险，包括机动车交通事故责任强制保险和机动车商业保险；短期健康险及意外险。2018年众安在线财险互联网保费份额超16%。2019年众安在线实现保费收入146.35亿元，同比增长30.4%，位于四家互联网保险公司首位。2020年1月至2月，众安在线共实现保费收入25.65亿元较上年同期的16.53亿元增长54.63%。受益于此次疫情线下投保受阻，线上互联网交易激增，众安在线市场份额将进一步提升，同时将从小额短期险种逐步拓展长期保障型险种，综合成本率有望下行。

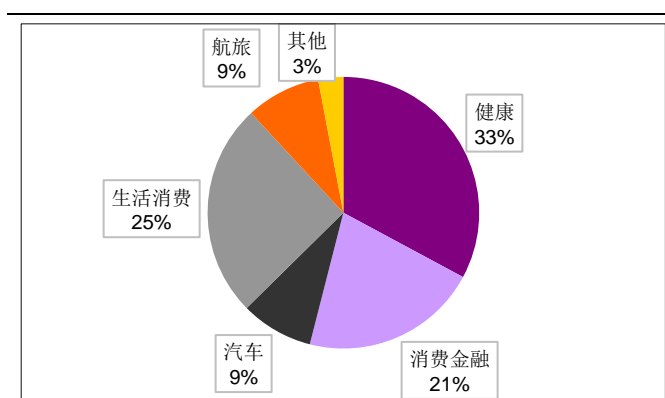
受益于此次疫情，短期健康险将迎来小高峰。众安在线将业务分健康、消费金融、汽车、生活消费和航旅五大生态板块。车险被归入汽车板块，众安在线上销售的车险等类似险种主要与传统保险公司的合作为主，仍为线上导流线下运营的模式，大部分线上直接投保产品为短期意外及健康险种。同时由于此次疫情带来的出行下滑将导致意外险等小幅下滑，且意外险保费金额较低，我们预计此次疫情带来的健康险或将推动公司整体保费收入减缓因意外险及车险带来的保费收入下滑。

图 41：众安在线保费收入及同比增速



资料来源：wind

图 42：2019 年众安在线 5 大生态系统保费结构



资料来源：wind

后疫情时期，线上渠道及服务将持续拓展。众安在线旗下众安科技主要通过技术输出为各类企业提供互联网技术服务。疫情带来的线上需求加大将带来互联网技术服务收入的扩大。疫情后时期预计保险线上渠道及服务将持续拓展，带来技术输出服务收入较快增长。

(2) 网络互助平台代表：相互宝依托支付宝渠道快速发展

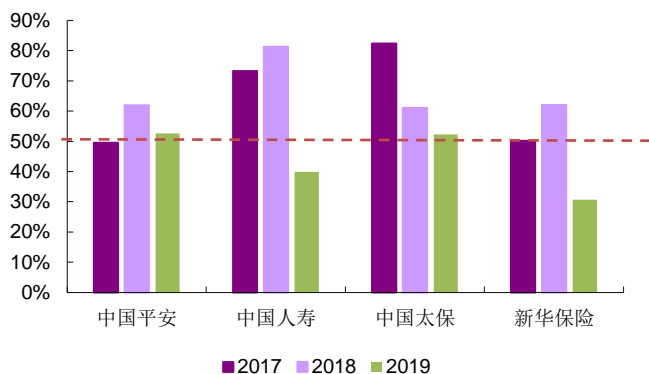
2018年10月，蚂蚁金服和信美人寿相互保险社联合推出的“信美人寿相互保险团体重症基本保险”（“相互宝”）在支付宝上线，同年11月底，由于合作伙伴被指涉嫌违规，变革产品为“相互宝”互助计划。

由于未承诺刚性给付，相互宝不是严格意义上的保险产品，但可作为保险保障的补充。同时，相互宝以支付宝的高流量平台为依托，互联网跨地域的渠道优势得以充分体现，上线一个月，参与者已超过两千万人。

3.3、挑战：NBV 承压，增速分化

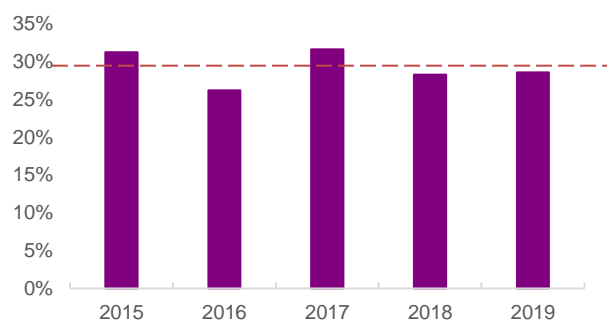
疫情叠加公司转型将导致 NBV 增速进一步分化。寿险公司内含价值的增长主要来自于新业务价值贡献、内含价值预期回报、运营价值偏差、投资价值偏差、假设变动以及资本变动等因素，其中新业务价值占比一般最高，基本维持在 50% 左右。

图 43：新业务价值对 NBV 增加值的贡献约 50%



资料来源：公司公告

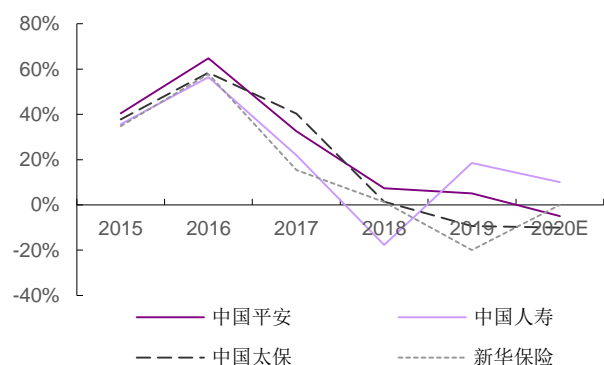
图 44：中国平安往年一季度 NBV 占全年比重约 30%



资料来源：公司公告

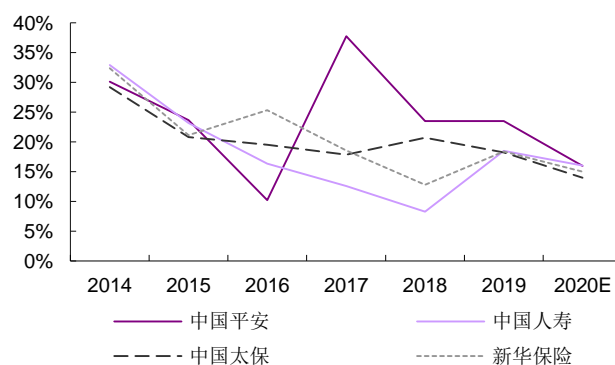
经测算其他条件不变的情况下，NBV 增速每下降 2%，EV 增速下降小于 0.2%，预计 NBV 增速放缓短期内对内含价值影响不大，但长期或影响行业估值中枢。预计险企 2020 年 NBV 增速分化为平安 0%/国寿 10%/新华 0%/太保 -5%，内含价值增长为平安 16%/国寿 16%/新华 15%/太保 14%。

图 45：NBV 增速放缓甚至负增长



资料来源：wind，光大证券研究所预测

图 46：EV 增速持续放缓



资料来源：wind，光大证券研究所预测

3.4、挑战：投资收益率假设影响内含价值可靠性

在全球经济波动周期下，一季度以后保险资金组合配置压力较大，EV 的可靠性及稳健型需重估。未来随着长端利率长期维持较低水平影响长期投资收益率假设，险企 EV 面临重新调整。

长期以来国内较高的利率导致以前年度保险产品定价利率较高，随着我国 GDP 增速的下行，资产平均年收益率下行。参考国际经验，港股保险公司长期投资收益率均低于 5%，国内上市险企内含价值投资回报假设为 5%，在长端利率下滑的情况下，投资收益率如每下滑 50bp，对各家险企 EV 将产

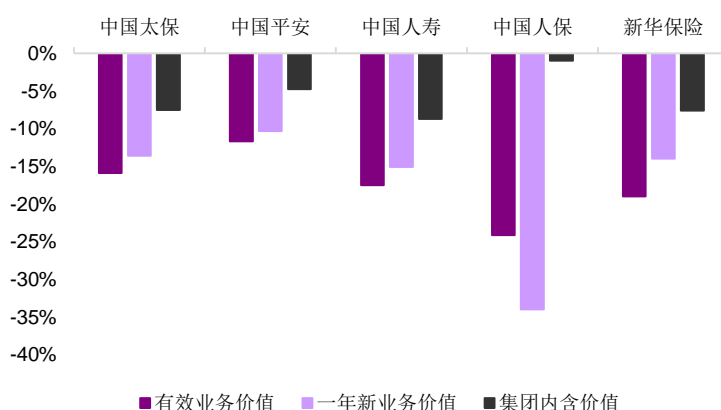
生不同程度的影响。人保由于大部分为财险业务 EV 下滑幅度最小为 0.99%，平安在寿险业务为主的险企中最为稳健，EV 下滑 5%。

表 5：投资收益率假设敏感性测算

公司	投资收益率假设 -10 个基点	投资收益率假设 -20 个基点	投资收益率假设 -50 个基点
中国太保	-1.50%	-3.00%	-7.53%
中国平安	-0.95%	-1.91%	-4.77%
中国人寿	-1.74%	-3.48%	-8.70%
中国人保	-0.20%	-0.40%	-0.99%
新华保险	-1.52%	-3.04%	-7.61%

资料来源：wind，光大证券研究所预测

图 47：投资收益率假设下滑 50bp 保险内含价值组成敏感度分析



资料来源：wind，光大证券研究所测算

4、投资建议

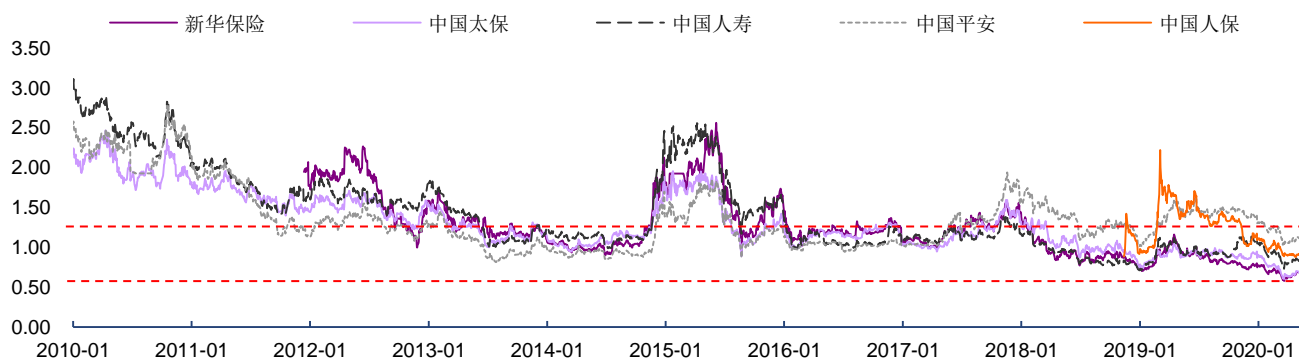
我们认为（1）新业务价值是内含价值增量的重要组成，内含价值的稳健增长是保险股价值提升的核心。2019 年各险企新业务价值在内含价值增量中的占比基本维持在 50% 以上，经测算 NBV 增速每下降 2%，EV 增速下降小于 0.2%。投资收益率假设下调 50bp，总内含价值下滑 4.8-8.7pct，内含价值的稳健成长保证保险股年收益率稳定持续。（2）目前各险企虽面临疫情叠加不同转型压力，但估值处于十年中低位水平，长期配置价值凸显。（3）预计 2020 年“疫情”叠加转型将导致险企 NBV 承压，增速进一步分化。

短期来看，疫情虽然较大影响保险公司展业及保费收入增长，但长期来看“疫情”推动了整个保险行业的发展。一方面，“疫情”带来的对线上销售、承保、理赔、退保的需求，推动保险行业从传统向创新发展，从线下向线上发展，推动互联网保险进程。另一方面，“疫情”带来的人民群众对保险认知的改变及健康保障意识的提升将带动健康险养老险的增长，同时财险方面，责任险方面也会有所发展。综上所述，保险行业短期或有波动，长期价值提升潜力巨大。

从 2010 年以来近十年 A 股保险行业估值长期中枢为 1.2xPEV，2019 年初处于行业近五年估值低点，2019 年一季度险企估值开始修复。至 2018 年上市以来人保 PEV 一直维持 2 左右的较高水平，2019 年 11 月 18 日解禁

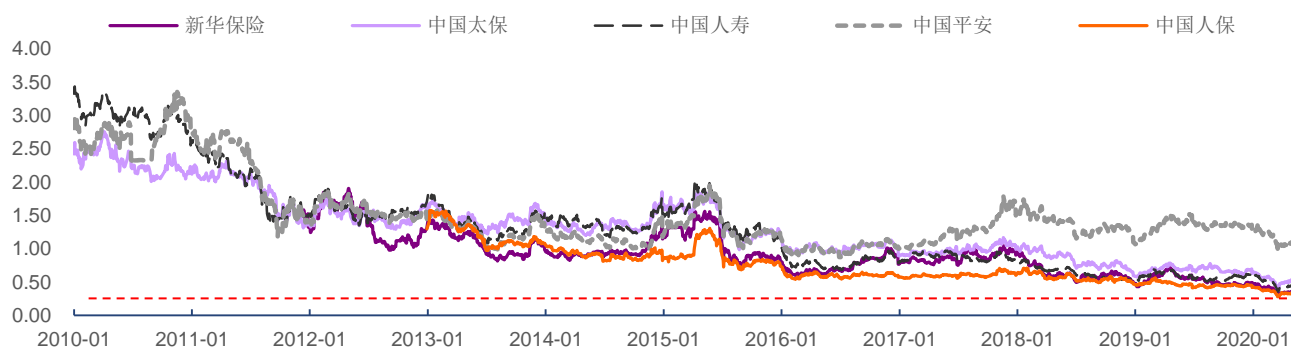
期后静态估值回落到 1.5PEV 左右。中国平安由于金融科技板块及内含价值长期的稳健成长,近三年静态估值为 1.3PEV 左右,目前中国平安跌至 1PEV 左右,国寿跌至 0.8PEV 左右,新华和太保跌至 0.65PEV。

图 48: 上市 A 股险企 PEV (静态) 估值比较



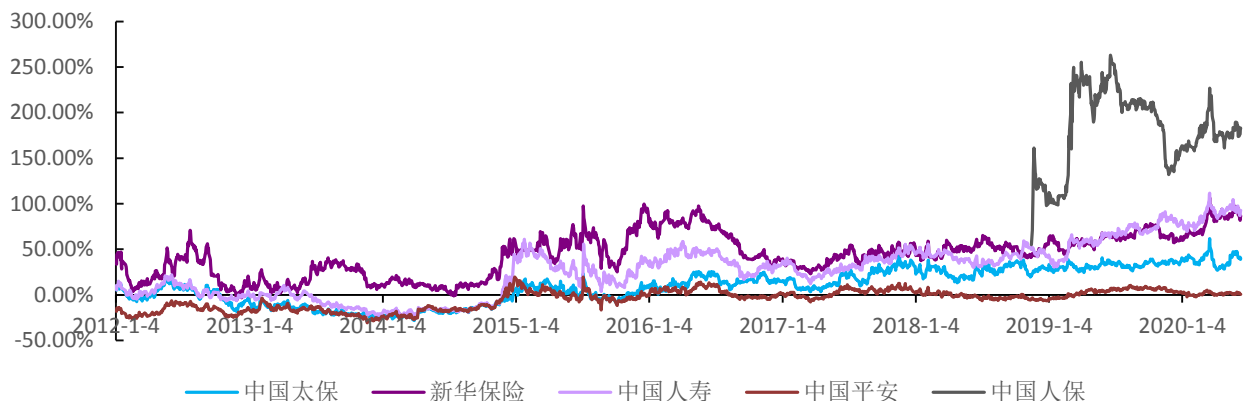
资料来源: wind, 股价截至 2020 年 6 月 11 日

图 49: 主要上市 H 股险企 PEV (静态) 估值比较



资料来源: wind, 股价截至 2020 年 6 月 11 日

图 50: 近十年各上市险企 A/H 股溢价



资料来源: wind, 光大证券研究所测算, 股价截至 2020 年 6 月 11 日

H 股方面，新华保险估值低至 0.37，为上市险企估值最低，其次为中国人民保险集团和中国太保同为 0.43PEV，中国平安 A 和 H 估值差距最低 PEV 港股仍保持 1.13PEV 左右，中国人寿 0.45PEV 均处于十年历史极低水平。对于股息率较高的中国太保配置价值凸显，同时随着中国人民保险集团分红水平提高，其配置价值凸显。值得注意的是中国人民保险集团 2018 年上市以来由于 A 股投资者结构问题 AH 股溢价较大，目前已回归较正常水平，我们认为目前溢价有望持续。

目前险企估值普遍处于近十年历史最低位水平。即使由于利率下行预期险企估值难以修复，每年也能实现盈利增长的增值，长期配置价值凸显。

疫情后时期保险行业机遇与挑战并存。一方面，“疫情”发生以来，健康险意识逐步提升，预期健康险需求将进一步空大，同时保险公司健康险产品进一步完善。“疫情”也使得互联网保险的重要性和必要性再次得到凸显；另一方面，疫情叠加公司转型将导致 NBV 增速进一步分化；全球经济波动周期下，投资收益率假设影响内含价值可靠性。

投资建议：（1）短期推荐：新华保险（601336.SH/1336.HK），中国人寿（601628.SH/2628.HK）等业绩边际改善，在代理人扩员下 NBV 及营收超预期的公司。**（2）长期推荐：**较早布局金融科技领域且内含价值最为稳健的正在转型中的中国平安（601318.SH/2318.HK），和股息率较高且估值最低的中国太保（601601.SH/2601.HK），受利率影响较小的财险龙头中国人保（601319.SH/1339.HK），中国财险（2328.HK）。**（3）建议关注：**港股上市的互联网保险公司众安在线（6060.HK）。

5、重点标的

5.1、新华保险（601336.SH/1336.HK）

新单逆势大涨，二季度聚焦长期保障型产品，NBV 正增长可期。2020 年一季度公司实现总保费收入 582 亿元，其中长险新单同比大增 174%至 196 亿元，公司转型发力银保趸交推高保费规模，银保趸交新单占长险新单保费比重从 0.01%激增至 57%，预计公司二季度公司将聚焦价值，推动销售长期健康险及高价值年金险，保持适度银保趸交产品投放的同时增大期交产品销售力度，从规模增长向价值增长转化。

投资收益保持较好水平。2020 年 Q1 末投资收益同比大增 80%至 124 亿元，总投资收益率同比增长 0.9pct 至 5.1%，收益水平领先同业，主要原因为（1）2019 年股市上行背景下公司投资积累较多浮盈，一季度浮盈兑现抬高收益；（2）部分金融资产以可供出售金融资产核算，浮亏未体现在利润中。公司非标资产占比高于行业平均，持续贡献投资收益，未来非标占比或将逐渐下滑，但监管下公司非标配置仍有空间。未来公司拟将到期非标进行长期权益投资增加久期和利润。

继续布局康养产业，推动业务协同发展。公司在现有 3 大养老产品项目、19 家健康管理中心的基础上继续布局健康养老产业。通过交叉提供保险产品为客户提供一站式养老健康服务，发挥寿险和康养业务协同效应，提升产品附加值和客户价值。

- ◆ **盈利预测、估值与评级：**公司代理人持续扩容推动一季度新单保费增速亮眼，业务结构持续调整，且可供出售金融资产浮盈实现拉动总投资收益。维持公司 2020-2022 年净利润预测至 162/181/244 亿。我们认为新单保费的逆势增长有望推动公司未来年度新业务价值及估值提升。维持“买入”评级，目标价为 65.72 元。AH 股价差显示，目前 A 股溢价 85.0%，假设未来 H 股估值折价保持目前同等水平，首次覆盖新华保险 H 股给予“买入”评级，目标价 38.93 港币。公司当前 A 股股价对应 2020/2021 年 PEV 0.60/0.54x，H 股股价对应 2020/2021 年 PEV 0.33/0.29。
- ◆ **风险提示：**保费收入不及预期；商车费改影响大于预期；疫情对宏观经济的影响大于预期；利率下行加剧；监管部门的政策变动

表 7：新华保险业绩预测和估值指标

财务简表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	154,167	174,566	187,165	200,979	220,690
营业收入增长率%	7%	13%	7%	7%	10%
净利润(百万元)	7,922	14,559	16,222	18,070	24,440
净利润增长率%	47%	84%	11%	11%	35%
EPS (元)	2.54	4.67	5.20	5.79	7.83
EVPS (元)	55.50	65.72	73.98	83.17	94.82
P/E (A)	17.58	9.57	8.59	7.71	5.70
P/B (A)	2.12	1.65	1.45	1.28	1.11
P/EVPS (A)	0.80	0.68	0.60	0.54	0.47
P/E (H)	9.50	5.17	4.64	4.17	3.08
P/B (H)	1.15	0.89	0.79	0.69	0.60
P/EVPS (H)	0.43	0.37	0.33	0.29	0.25

资料来源：Wind，光大证券研究所测算，股价及汇率时间为 2020 年 6 月 11 日

5.2、中国人寿 (601628.SH/2628.HK)

NBV 正增长 8%领先同业。2020 年 Q1 公司实现首年期交保费 761 亿元 (YOY+14%)，一季度公司特定保障型产品保费占首年期交保费的比重同比提升 2.2 个百分点，退保率同比下滑 34bp 至 0.28%，业务结构持续优化。新业务价值同比增长 8.3%，领先同业，2020 年公司提前启动开门红，业绩经营受疫情冲击较小。

投资资产规模稳健增长，总投资收益率 5.13%。2020 年一季度权益市场下跌、市场利率大幅下行背景下，公司坚持长期价值投资和资产负债有效匹配原则，Q1 投资资产增长 2.8%至 36,761 亿元，实现总投资收益 455 亿元，总投资收益率 5.13%，净投资收益率仅下降 2bp 至 4.29%。公司一季度举牌农业银行、中广核电力等低估值港股，通过发挥长期资金优势，把握权益市场波动并在低估值时期布局核心资产。

- ◆ **盈利预测、估值与评级：**公司代理人人数持续提升，同时寿险业务质量持续优化，准备金计提增加及投资端收益短期受疫情及利率影响减少导致一季度整体利润承压，预计下半年有所恢复，长期 EV 增长可期。我们维持 2020-2022 年预测净利润 628/729/930 亿元，维持 A 股“买入”评级，目标价 36.54 元。AH 股价差显示，目前 A 股溢价 91.23%，假设未来 H 股估值折价保持目前同等水平，首次覆盖给予中国人寿 H 股“买入”评级，目标价 20.95 港币。目前公司估值对应 2020/2021 年 A 股 PEV 0.78/0.71，H 股 PEV 0.41/0.37。

◆ **风险提示：**保费收入不及预期；商车费改影响大于预期；疫情对宏观经济的影响大于预期；利率下行加剧；监管部门的政策变动

表 6：中国人寿业绩预测和估值指标

财务简表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	643,101	745,165	834,317	934,482	1,057,638
营业收入增长率%	-2%	16%	12%	12%	13%
净利润(百万元)	11,395	58,287	62,799	72,859	93,003
净利润增长率%	-65%	412%	8%	16%	28%
EPS (元)	0.40	2.06	2.22	2.58	3.29
EVPS (元)	28.13	33.33	36.53	39.92	43.66
P/E (A)	70.45	13.77	12.78	11.02	8.63
P/B (A)	2.52	1.99	1.87	1.76	1.66
P/EVPS (A)	1.01	0.85	0.78	0.71	0.65
P/E (H)	36.84	7.20	6.68	5.76	4.51
P/B (H)	1.32	1.04	0.98	0.92	0.87
P/EVPS (H)	0.53	0.45	0.41	0.37	0.34

资料来源：Wind，光大证券研究所测算，股价及汇率时间为 2020 年 6 月 11 日

5.3、中国平安 (601318.SH/2318.HK)

我们看好中国平安价值化转型及内含价值的稳健增长，疫情后时期我们认为，中国平安 (1) 价值化转型走在前列；(2) 互联网金融科技赋能领先；(3) 健康险快速发展；(4) 内含价值稳健成长受利率影响较小。

价值化转型走在前列，期待渠道改革拐点。公司寿险从 18 年转型开始已经历经一年半多的代理人清虚及人均产能提升，公司人均新单保费收入逐年提升从 2009 年的 6261 元提升至 2019 年的 9857 元，人均新业务价值从 2009 年的 3.6 万元逐年提升至 2019 年的 5.7 万元，稳健的人均产能提升为公司渠道改革奠定了扎实的基础。

互联网金融科技赋能领先，科技投入持续。平安通过持续的科技投入稳定客户深化综合金融战略。截至 2019 年底，公司个人客户首次突破 2 亿，互联网客户 5.16 亿，其中新增客户 3,657 万，其中 40.7%来自集团五大生态圈的互联网用户。客户线上迁徙将持续增加综合金融产业协同贡献集团价值。

健康险快速发展。公司 2020 年 1-4 月健康险保费增速加快，受疫情影响健康意识，未来发展可期。

内含价值稳健成长受利率影响较小。如前文所述，公司受投资端收益率波动 50BP 影响内含价值幅度为各险企较小为 4.77%。内含价值稳健持续。

◆ **盈利预测与估值：**公司寿险改革自 2018 年起，产品改革、渠道改革等多项目同步推进。公司以科技赋能渠道改革，通过数字化营业部建设、线上代理人招聘及培训、优才计划等系列改革项目推进全面数据化改革转型，建立长期以质量为核心的稳健增长平台。预期随着国内疫情的好转叠加代理人线下展业陆续恢复，改革效果或将在下半年及 2021 年显现，期待渠道改革持续推进下拐点到来。维持公司 2020/2021/2022 年预测净利润为 1840/2227/2622 亿元。

分部估值测算：

表 8：公司估值测算

	估值	持股比例	市值贡献（百万元）
寿险	1.0x PEV	99.51%	905,537
产险	1.2x PB	99.51%	110,513
银行	1.0x PB	58.00%	169,814
信托	1.0xPB	98.88%	20,556
券商	1.2x PB	96.62%	36,307
其它资管	1.0x PB	100.00%	45,381
互联网金融及其他		-	480,466
合计			1,768,574
目标价（元）			96.75

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

对于寿险业务，我们按照 PEV 进行估值，近十年同业及历史寿险公司估值中枢在 1.2x 静态 PEV 左右。我们认为，公司作为寿险龙头，本应享受估值溢价，但由于近期疫情及公司转型导致负债端及资产端近期承压。给予公司 2020 年 1.0x PEV，对应市值贡献 9,055 亿。但预计随着平安寿险推进业务结构优化，新业务价值率提升，后续公司估值存在提升空间。

对于产险业务，我们按照 PB 进行估值。对标中国财险，其历史平均动态估值为 1.0x PB。考虑到平安产险成长性和盈利能力更强，同时中国平安管理经营效率更高，给予公司产险业务 1.2x 2019 年 PB。

对于银行，我们按照 PB 进行估值。根据 A 股银行平均估值，给予平安银行 1.0x 2019 年 PB，公司持股比例为 58%，对应市值贡献 1,698 亿元。

对于信托业务，给予公司 1.0x 2019 年 PB。对于券商业务，目前行业平均为 1.2 左右，给予公司券商业务 1.2x 2019 年 PB。

对于互联网金融及其他业务，按照其最近投后/融资估值情况进行估值。

综上所述，我们给予中国平安总体 1.77 万亿估值，对应 A 股股价为 96.75 元。

◆ **评级与目标价。**维持中国平安 A 股“买入”评级，目标价 96.75 元。AH 股价差显示，目前 A 股溢价 0.32%，假设未来 H 股估值折价保持目前同等水平，首次覆盖中国平安 H 股给予“买入”评级，目标价 105.72 港币。公司 H 股对应 2020/2021 年 PEV 0.94/0.80，与 A 股估值接近。

◆ **风险提示：**保费收入不及预期；商车费改影响大于预期；疫情对宏观经济的影响大于预期；利率下行加剧；监管部门的政策变动

表 9：中国平安业绩预测和估值指标

财务简表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	976,832	1,168,867	1,332,563	1,495,574	1,727,843
营业收入增长率%	10%	20%	14%	12%	16%
净利润(百万元)	107,404	149,407	183,974	222,727	262,202
净利润增长率%	21%	39%	23%	21%	18%
EPS（元）	5.88	8.17	10.06	12.18	14.34
EVPS（元）	54.84	65.67	78.29	92.21	108.85
P/E（A）	12.63	9.08	7.37	6.09	5.17
P/B（A）	2.44	2.02	1.71	1.49	1.29
P/EVPS（A）	1.35	1.13	0.95	0.80	0.68

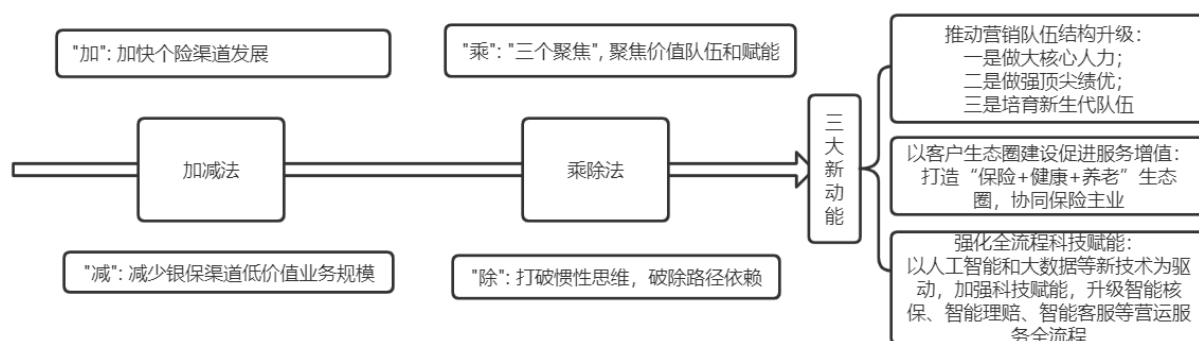
P/E (H)	12.59	9.05	7.35	6.07	5.16
P/B (H)	2.43	2.01	1.71	1.48	1.28
P/EVPS (H)	1.35	1.13	0.94	0.80	0.68

资料来源：Wind，光大证券研究所测算，股价及汇率时间为 2020 年 6 月 11 日

5.4、中国太保 (601601.SH/2601.HK)

太保寿险从加减法到乘除法的“转型 2.0”继续推动寿险高质量发展。太保寿险正在推进“转型 2.0”，从“加减法”向“乘法”深入转型。上一轮转型“加减法”是指加快个险渠道发展，减少银保渠道低价值业务的规模。此次转型的“乘法”是指通过“三个聚焦”，即聚焦价值、队伍和赋能，撬动发展动能的转换；打破惯性思维，破除路径依赖。太保寿险在新周期中打造推动营销队伍结构升级、以客户生态圈建设促进服务增值，以及强化全流程科技赋能“三大新动能”。太保寿险在做大队伍优化传统业务的同时，在健康养老产业生态圈布局逐渐清晰，持续推进寿险深入转型，继续向高质量方向发展。

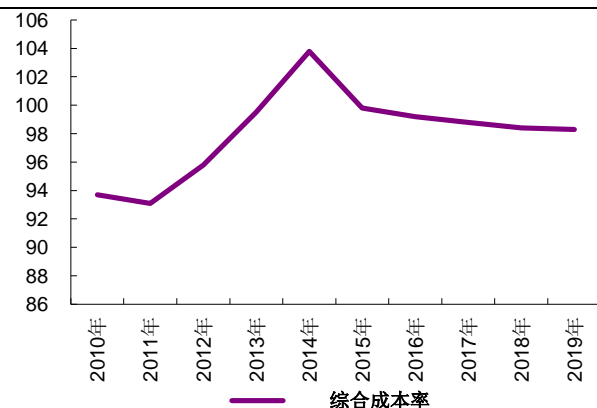
图 51：太保寿险转型路线



资料来源：wind

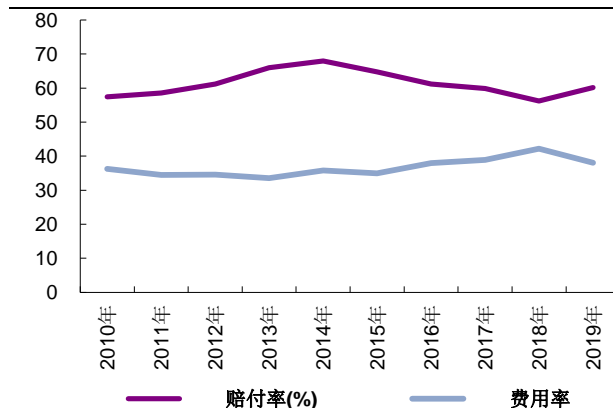
非车险业务增长快，费用率持续改善。公司 2019 年非车险业务收入同比增长 32.6%，占比大幅提升至 30.7%(YOY+4.5ppts)。综合成本率下降 0.4ppts 至 97.9%。随着公司费用率的控制，未来产险盈利可期。

图 52：太保财险综合成本率 (%)



资料来源：wind

图 53：太保财险赔付率和费用率 (%)



资料来源：wind

新业务价值保持较高水平。2019 年公司新业务价值率为 43.3% (YOY-0.4ppts) 基本保持稳定。公司寿险业务代理人转型升级重价值回归，新业务价值虽短期承压但长期向好趋势不变。

港股估值较低，股息率较高。公司港股估值为 0.40x PEV，A 股估值为 0.55x PEV，公司股息率 A 股为 4%，港股为 5%，股息率较高，现金回报可观。

◆ **盈利预测、估值与评级：**公司寿险业务转型短期承压，预计新单保费下滑带来的 NBV 下滑幅度高于同业，但公司一季度非车险增速亮眼，总投资收益表现良好，通过出售可供出售权益资产实现浮盈带来净利润的逆势增长。维持公司 2020-2022 年净利润为 316/356/393 亿。公司 A 股当前估值对应 2020 年 PEV0.55x，2021 年 PEV0.48x，处于历史较低水平。维持“买入”评级，目标价 45.08 元。AH 股价差显示，目前 A 股溢价 36.64%，假设未来 H 股估值折价保持目前同等水平，首次覆盖中国太保 H 股给予“买入”评级，目标价 35.64 港币。公司 H 股对应 2020/2021 年 PEV 0.40/0.35，低于 A 股。

◆ **风险提示：**保费收入不及预期；商车费改影响大于预期；疫情对宏观经济的影响大于预期；利率下行加剧；监管部门的政策变动

表 10：中国太保业绩预测和估值指标

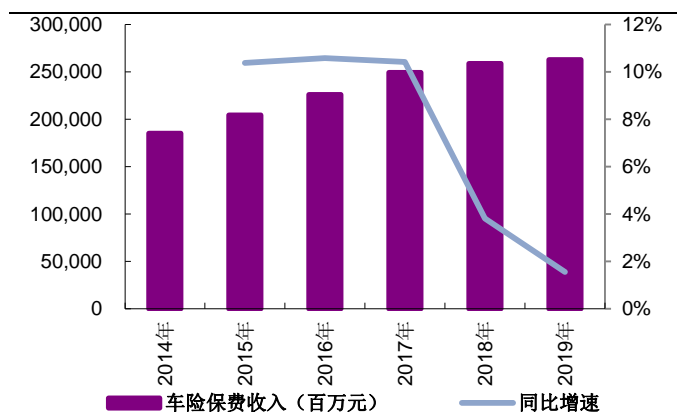
财务简表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	354,363	385,489	402,162	433,391	468,180
营业收入增长率%	11%	9%	4%	8%	8%
净利润（百万元）	18,019	27,741	31,553	35,603	39,287
净利润增长率%	23%	54%	14%	13%	10%
EPS（元）	1.99	3.06	3.48	3.93	4.34
EVPS（元）	37.09	43.70	50.15	57.33	65.82
P/E（A）	13.96	9.06	7.97	7.06	6.40
P/B（A）	1.68	1.41	1.19	1.03	0.89
P/EVPS（A）	0.75	0.64	0.55	0.48	0.42
P/E（H）	10.12	6.57	5.78	5.12	4.64
P/B（H）	1.22	1.02	0.87	0.75	0.65
P/EVPS（H）	0.54	0.46	0.40	0.35	0.31

资料来源：Wind，光大证券研究所测算，股价及汇率时间为 2020 年 6 月 11 日

5.5、中国人保（601319.SH）/中国人民保险集团（1339.HK）

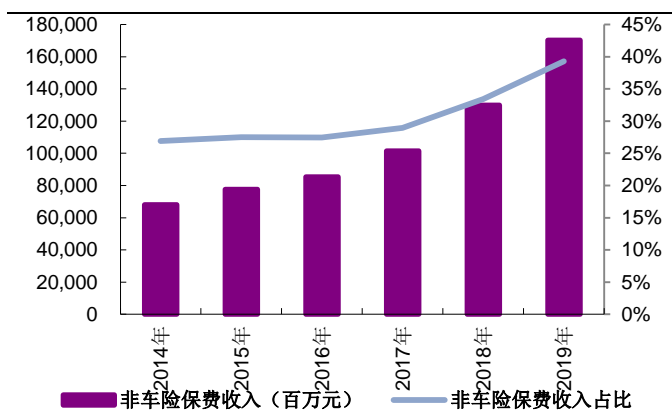
产险龙头稳固，车险随新车销量有望复苏。疫情后时期，人保产险龙头位置稳固，车险有望随新车销量复苏回暖。同时 2019 年公司非车险保费占比逐年提升，从 36.9%提升至 43%，非车险未来增速虽可能面临下滑但总体稳健。

图 54：中国人保车险保费收入及同比增速



资料来源：wind

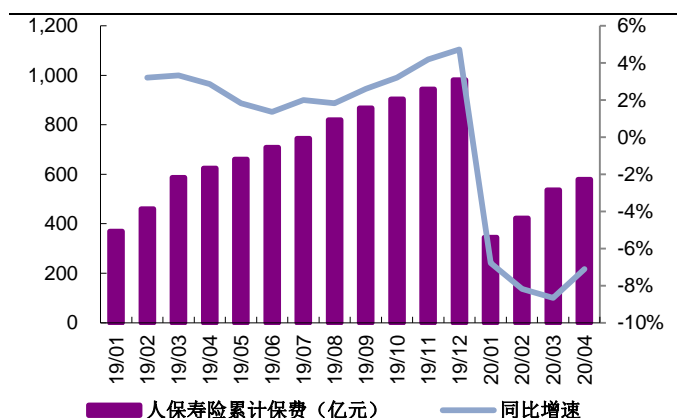
图 55：中国人保非车险保费收入及占比



资料来源：wind

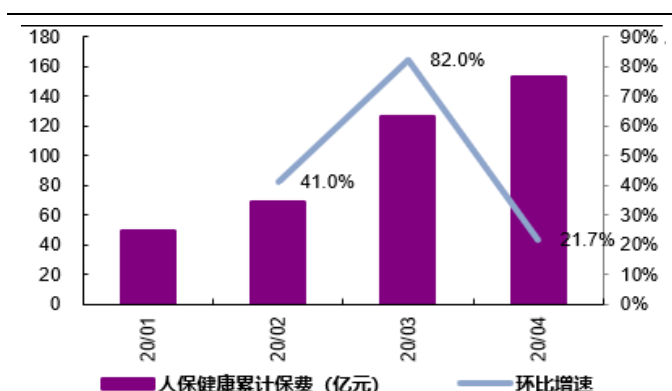
疫情后时期健康险持续增长，贡献业务价值。寿险方面，2019 年公司保费收入持续增长，虽仍依赖续期推动，但扭转 2018 年保费下滑趋势，拐点已出现。公司聚焦健康险尤其是长期保障率高的产品，疫情后时期带来的健康险业务的大幅提升，公司健康险持续增长的同时新业务价值率将有所提升。

图 56：中国人保寿险保费收入及同比增速



资料来源：wind

图 57：疫情以来人保健康险保费收入及环比增速



资料来源：wind

中国人保产险占比较大受利率影响较小。长端利率下行周期下，人保大部分业务为财险业务，内含价值假设对利率的敏感性相对减弱。经过敏感性测试，总体业务利润受利率影响较小，利率每下滑 50bp，集团内含价值下滑 1.1%，与其他险企同向对比较为稳健。

H 股估值较低，分红率有望持续提升。公司近年来分红率稳定持续，未来分红率有望继续提高。

◆ **盈利预测、估值与评级：**公司产险结构持续优化，综合成本率维持下行趋势，总承保利润持续提升。公司长期健康险新单增速加快，同时资产端配置较多固收类资产，总体投资收益稳健，预计 2020 年二季度新单有望持续改善，车险保费有望回暖。维持公司 2020/2021/2022 年预测净利润为 192/241/314 亿元。维持“买入”评级，目标价 10.01 元。AH 股价差显示，目前 A 股溢价 182.8%，假设未来 H 股估值折价保持目前同等水平，首次覆盖中国人民保险集团 H 股给予“买入”评级，目标价 3.88 港币。公司 H 股对应 2020/2021 年 PEV 为 0.38/0.34，较 A 股明显低估。

◆ **风险提示：**保费收入不及预期；商车费改影响大于预期；疫情对宏观经济的影响大于预期；利率下行加剧；监管部门的政策变动

表 11：中国人保业绩预测和估值指标

财务简表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	503,799	555,515	621,720	719,715	855,515
营业收入增长率%	3%	10%	12%	16%	19%
归母净利润(百万元)	13,450	22,401	19,161	24,137	31,352
净利润增长率%	-19%	67%	-14%	26%	30%
EPS (元)	0.32	0.51	0.43	0.55	0.71
EVPS (元)	4.23	5.18	5.77	6.47	7.31
P/E (A)	19.59	12.38	14.47	11.49	8.84
P/B (A)	1.82	1.51	1.41	1.30	1.18
P/EVPS (A)	1.48	1.21	1.09	0.97	0.86
P/E (H)	7.29	4.38	5.12	4.06	3.13
P/B (H)	0.64	0.54	0.50	0.46	0.42
P/EVPS (H)	0.52	0.43	0.38	0.34	0.30

资料来源：Wind，光大证券研究所测算，股价及汇率时间为 2020 年 6 月 11 日

5.6、中国财险 (2328.HK)

中国财险 (2328.HK) 是我国最大的财产保险公司，2019 年占我国财险市场份额高达 37%。公司主营所有财产类保险业务和一年期及以下意外及健康险业务。行业龙头地位稳固，承保利润持续释放。

承保利润持续稳健，市场份额持续提升。中国财险依托人保集团股东优势及良好的渠道及品牌效应，近年来战略转型市场份额持续提升。公司目前拥有约 1.4 万个分支机构，机构网点乡镇覆盖率超过 98%，远高于同业。同时 2019 年车险直销渠道占比 69.3%(YOY+ 5.1bps)，直销渠道占比提升促进费用率降低，在商车费改背景下，有望保持承保利润持续稳健。

车险综合成本率有望下行，非车险为新增长点。对比国外，我国财险市场深度密度远不足，综合成本率仍有下降空间。中国财险目前综合成本率年均 97%左右，费用率虽低于同业但仍有下降空间。公司车险的线上化服务迅速发展，截止 2019 年车险家自车线上化率达到 59.5%(较年初+44bps)；电子保单签发率平均为 50.5%；线上服务覆盖率为 40.7%；理赔线上化率达 66.7% (较年初+58bps)。预计数据科技将拉动承保利润提升，同时非车险的快速增长带动总承保杠杆及 ROE 提升。

负成本资金叠加短久期，投资端压力显著小于寿险公司。财险相比寿险投资资金一般没有刚性兑付压力，同时公司正承保利润保证了公司资金的负成本优势，财险公司的投资能力决定了公司利润的上下限。在利率下行背景下，财险模式将显著优于寿险，投资端自由度相对较大。

ROE 稳定，分红率持续提升。公司近十年 ROE 平均维持在 17.4%的高水平，同时公司近年来加大分红比率，分红率提升至 42%，未来有望保持较高分红率。

◆ **盈利预测、估值与评级：**我们认为在商车费改的情况下，公司丰富的网点及直销渠道能促进综合成本率维持持续稳定，同时公司承保利润持续释放，高达 7%的股息率及稳健的投资收益吸引力较大。我们维持公司 2020-2022 年

EPS 分别为 0.89/1.03/1.17 元,当前股价对应 PE 分别为 7.04/6.09/5.38x, 对应 PB 分别为 0.72/0.64/0.57x。维持“买入”评级。

◆ **风险提示:** 保费收入不及预期; 商车费改影响大于预期; 疫情对宏观经济的影响大于预期; 利率下行加剧; 监管部门的政策变动

表 12: 中国财险业绩预测和估值指标

财务简表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	388,769	433,175	476,493	533,672	600,381
营业收入增长率%	10.98%	11.42%	10.00%	12.00%	12.50%
归母净利润(百万元)	15,485	24,282	19,851	22,926	25,977
净利润增长率%	-21.82%	56.78%	-18.24%	15.49%	13.31%
EPS (元)	0.70	1.09	0.89	1.03	1.17
ROE(归母, 摊薄)	10.94%	14.29%	10.24%	10.57%	10.69%
P/E	9.02	5.75	7.04	6.09	5.38
P/B	0.99	0.82	0.72	0.64	0.57

资料来源: Wind, 光大证券研究所测算, 股价及汇率时间为 2020 年 6 月 11 日

6、风险分析

- (1) **保费收入不及预期。**公司车险保费收入受政策及汽车销量影响继续走低, 且公司非车险受疫情影响大于预期同时公司 S 主动控制高综合成本率的险种保费收入等都将导致公司总体保费收入不及预期。
- (2) **商车费改影响大于预期。**商车费改导致的公司件均保费下滑, 同时公司赔付率上升, 手续费率下滑幅度小于预期, 影响承保利润。
- (3) **疫情对宏观经济的影响大于预期。**疫情对人均可支配收入影响导致消费投资下滑大于预期, 将显著影响保险行业经营。
- (4) **利率下行加剧。**在货币政策宽松的预期下, 市场利率下行加剧, 影响保险资金投资端新增资产净投资收益, 从而对税前利润及 ROE 产生不利影响。
- (5) **监管部门的政策变动。**监管部门对保险行业的从严监管或其他政策变动将影响行业竞争及长期发展格局。

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	目标价 (元)	EPS			P/EV(x)			P/E(x)			投资评级	
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	本次	变动
601318	中国平安	74.22	96.75	8.17	10.06	12.18	1.13	0.95	0.80	9.08	7.37	6.09	买入	维持
601628	中国人寿	28.40	36.54	2.06	2.22	2.58	0.85	0.78	0.71	13.77	12.78	11.02	买入	维持
601601	中国太保	27.89	45.08	3.06	3.48	3.93	1.21	1.09	0.97	12.38	14.47	11.49	买入	维持
601336	新华保险	44.65	67.12	4.67	5.2	5.79	0.68	0.60	0.54	9.57	8.59	7.71	买入	维持
601319	中国人保	6.27	10.01	0.51	0.43	0.55	1.21	1.09	0.97	12.38	14.47	11.49	买入	维持

证券代码	公司名称	收盘价 (港币)	目标价 (港币)	EPS			P/EV(x)			P/E(x)			投资评级	
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	本次	变动
2318	中国平安	81.10	105.72	8.17	10.06	12.18	1.13	0.94	0.80	9.05	7.35	6.07	买入	维持
2628	中国人寿	16.28	20.95	2.06	2.22	2.58	0.45	0.41	0.37	7.20	6.68	5.76	买入	维持
2601	中国太保	22.05	35.64	3.06	3.48	3.93	0.43	0.38	0.34	4.38	5.12	4.06	买入	维持
1336	新华保险	26.45	38.93	4.67	5.2	5.79	0.37	0.33	0.29	9.05	7.35	6.07	买入	维持
1339	中国人民 保险集团	2.43	3.88	0.51	0.43	0.55	0.43	0.38	0.34	4.38	5.12	4.06	买入	维持
2328	中国财险	7.13	9.09	1.09	0.89	1.03	0.82	0.72	0.64	5.75	7.04	6.09	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所测算，股价及汇率时间为 2020 年 6 月 11 日

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼