保险

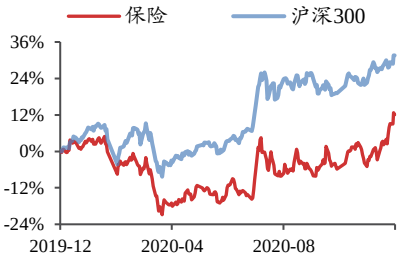
2020 年 12 月 05 日

借势而动，负债资产两端回暖

——保险行业 2021 年度投资策略

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《上市保险公司 10 月保费收入数据点评-超长假期叠加开门红提前，10 月保费同比增速放缓》-2020.11.12

《行业点评报告-NBV 增速有所放缓，开门红保费增速改善可期》-2020.11.4

《行业深度报告-寿险代理人迈向质、量时代，开门红有望超预期》-2020.10.23

高超（分析师）
gaochao1@kysec.cn
证书编号：S0790520050001

● 借势而动，宏观经济复苏有望带动负债和资产两端回暖

新冠疫情逐渐得到控制，保险行业负债端线下展业活动得以恢复开展，同时，疫情刺激下，居民保障需求、安全稳定的理财需求得到提升，预计 2021 年负债端供需将进一步修复提升。同时，上市险企积极备战开门红，2021 年开门红有望超预期，经济复苏、人力企稳和转型见效有望助推全年负债端改善。宏观经济复苏延续，流动性边际趋紧，长端利率有望持续抬升，支持保险估值修复。资负两端修复驱动，板块估值仍然较低，看好保险板块投资机会，维持行业“看好”评级。受益标的：中国平安、中国太保、新华保险和中国人寿。

● 历史回顾：疫情拖累保险行业跑输指数

截至 2020 年 12 月 2 日，保险指数全年累计收益率跑输沪深 300 指数 14.16%。主要由于疫情发生无法开展面见客户、产品说明等营销活动，同时宏观经济承压，长端利率不断下探，冲击保险内含价值估值模式，造成保险股整体表现不佳。但随着疫情好转，线下展业恢复、长端利率回升，保险股跑输幅度有所收敛，其中中国人寿、新华保险因新业务保费表现较好，分别跑赢保险指数 13.59%、17.50%。

● 宏观经济向好，负债端有望实现明显改善

宏观环境逐步复苏，可选消费恢复明显，疫情刺激下民众对于保险的保障与理财需求更加重视，2021 年保险需求有望提升。各家上市险企提前布局开门红，业务诉求强烈，2021 年开门红有望超预期。队伍规模企稳回升，5 家上市险企 2020H1 代理人共计 463.94 万人，较 2019 年底增长 3.84%，微增态势有望延续，新业务保费有望改善；疫情好转后，复杂高价值产品销售效率有望提升，带动整体新业务价值率提升。保费、价值率双改善，2021 年上市险企寿险新业务价值有望改善。车险综改后，车均保费下滑约 27%，中国平安、中国人保 2020 年前 10 月车险保费同比增速较前 3 季度分别降低 1.06%、1.24%，车险保费收入承压，但随着乘用车销量逐渐回暖，有望实现以量补价减轻综改压力。非车险方面预计保持高速发展，农险、责任险、企财险等险种将持续发力助力财险增长。车险保费收入承压，非车险保费收入不断增长，预计财险板块未来仍将承受一定压力。

● 宏观经济支撑，政策打开弹性，利好上市险企资产端

随着宏观经济复苏，流动性边际趋紧，长端利率逐步回升至 3.3%附近，并有望持续抬升，险资运用压力缓解，为保险股提供估值支撑。监管多轮政策松绑险资运用，综合偿付能力充足的险企可上调权益类投资上限，上市险企寿险公司均可提升至 30%或 35%，空间较大；财务性股权投资行业限制放开，险资为市场提供长期资金的同时拓宽自身投资渠道，增加投资收益弹性。宏观经济叠加政策松绑，增大投资收益弹性，利好险企资产端。

● 风险提示：开门红业务开展不及预期；宏观经济复苏受阻，长端利率超预期下行。

目 录

1、 复盘 2020，疫情拖累保险行业跑输指数 4
1.1、 疫情冲击带来展业受阻，保险股应声下挫 4
1.2、 疫情好转后，保费数据提振行情 6
2、 展望 2021，经济复苏驱动负债和资产两端改善 7
2.1、 宏观经济向好，可选消费复苏 7
2.2、 寿险供需提升，行业发展步入高质量时代 8
2.3、 车险综改影响开始显现，车险或拖累财险保费承压 12
2.4、 宏观环境回暖，多轮政策打开想象空间，利好险资投资端 16
3、 投资结论 18
3.1、 估值处于历史中枢附近，看好估值继续修复机会 18
3.2、 借势而动，预计上市险企 2021 年 NBV 同比增速表现良好 19
4、 风险提示 22

图表目录

图 1: 保险指数 2020 年走势相对较弱 4
图 2: 2020 年前 4 月长端利率下行迅速 4
图 3: 国债收益率 750 天移动平均下行，给利润释放造成压力 5
图 4: 保险指数与沪深 300 指数差距于 2020 年 7 月后逐步收敛 5
图 5: 十年期国债收益率于 2020 年 7 月回升至 3%上方 6
图 6: 中国人寿、新华保险新业务保费同比亮眼助力跑赢保险指数 6
图 7: 2020 年前 3 季度仅中国人寿新业务价值同比保持正增长 7
图 8: GDP 同比增速回暖 7
图 9: PMI 数据连续 9 个月站在荣枯线上方 7
图 10: 高净值人群可投资资产规模持续提升 8
图 11: 受疫情冲击，新业务价值率提升趋势受阻 9
图 12: 代理人规模逐渐企稳 9
图 13: 上市险企人均产能有所改善 10
图 14: 上市险企主力万能险账户结算利率较银行理财产品略有优势 11
图 15: 年轻人群保险需求不断崛起 11
图 16: 新冠疫情促进保险需求提升 11
图 17: 疫情期间客户对医疗险、重疾险青睐程度较高 11
图 18: 乘用车销量逐渐回暖 12
图 19: 家电产量月度同比逐渐回升 12
图 20: 车险综改后，上市险企累计车险保费同比增速承压 13
图 21: 上市险企不断调整车险保费收入占比 13
图 22: 乘用车销量逐渐回暖，车险业务有望实现以量补价 14
图 23: 3 家上市险企非车险保费占比逐年提高 15
图 24: 上市险企非车险保费同比增速保持高位 15
图 25: 以中国太保为例，农险及责任险快速增长 15
图 26: 长端利率随疫情好转复苏 16
图 27: 上证指数随疫情好转明显反弹 16

图 28: 上市险企固收类投资占比较高 17
图 29: 上市险企权益类投资占比距上限仍有一定空间 17
图 30: 上市险企净投资收益率出现下行 18
图 31: 多轮政策有望提升总投资收益率弹性 18
图 32: 上市险企 PEV 估值处于近 4 年历史中枢附近 18
图 33: 新华保险、中国人寿 2020 年累计收益率领先 19
图 34: 主动型基金保险股持仓占比略有回升 19
图 35: 主动型基金目前相对低配保险股 19
图 36: 太保寿险自 2017 年开始转型 2.0 阶段，聚焦价值、队伍、赋能 20
图 37: 中国平安寿险改革剑指全球领先的人寿保险公司 20
图 38: 新华保险人力大幅增长 21
图 39: 中国人寿个险月均有效销售人力提升明显 21

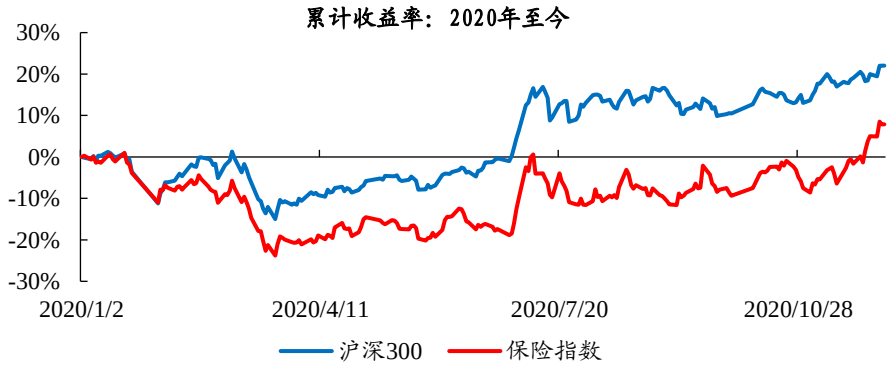
表 1: 上市险企长期投资收益率假设均在 5%以上 5
表 2: 新华保险、中国人寿 2020 年新业务保费同比增速优于同业 6
表 3: 2021 年上市险企均提前开门红启动时间 8
表 4: 银保监会对重疾险定义做出修改 9
表 5: 高净值人群在寿险配置上保持稳定高速增长 11
表 6: 国家积极推动汽车消费 13
表 7: 财政部印发《关于加快农业保险高质量发展的指导意见》推动农险发展 15
表 8: 已有 6 款疫苗进入限制使用阶段 16
表 9: 2020 年多项政策打开险资运用想象空间 17
表 10: 2020H1 各家上市险企权益类投资距其可投资上限仍有一定空间 17
表 11: 上市险企距近 4 年估值高点仍有较大空间 18
表 12: 预计上市险企 2021Q1 新业务价值同比增速表现良好 22
表 13: 预计上市险企 2021E 新业务价值同比增速区间为 15%-20% 22
表 14: 受益标的估值表 22

1、 复盘 2020，疫情拖累保险行业跑输指数

1.1、 疫情冲击带来展业受阻，保险股应声下挫

疫情阻碍线下展业，业务模式承压拖累股价表现。截至 2020 年 12 月 2 日收盘，保险指数全年累计收益率跑输沪深 300 指数 14.16%，期间保险指数落后沪深 300 指数最大达 26.66%。自年初至春节假日前的最后一个交易日（1 月 23 日），保险指数与沪深 300 累计收益率相差无几，而在全国上下认识到新冠疫情的严重性后，为控制疫情所采取的减少非必要人员流动、控制社交距离、居家办公等措施，对保险行业一直以来的面对面销售方式产生了冲击。常规销售方式无法开展，险企当时尚无应对措施，造成市场对未来保费增速预期的下降，这也导致了保险指数自春节后首日一路走弱。

图1：保险指数 2020 年走势相对较弱

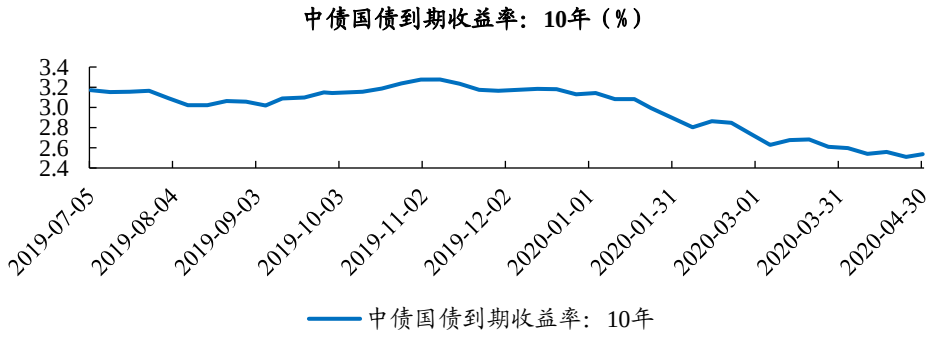


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述数据统计时间截至 2020 年 12 月 2 日收盘。

长端利率下滑，内含价值估值承压。新冠疫情不仅阻碍了负债端的业务推动，同样也对资产端造成了冲击。随着社会为防控疫情所造成的经济停滞，十年期国债收益率大幅下行，并于 4 月 8 日向下击穿 2.50%，虽然随后出现反弹，但仍造成市场对作为内含价值计算假设的长期投资收益率产生担忧。此外，随着长端利率的下滑，用于计提保险责任准备金的国债 750 天均线出现下行，对利润的释放造成一定压制。

图2：2020 年前 4 月长端利率下行迅速



数据来源：Wind、开源证券研究所

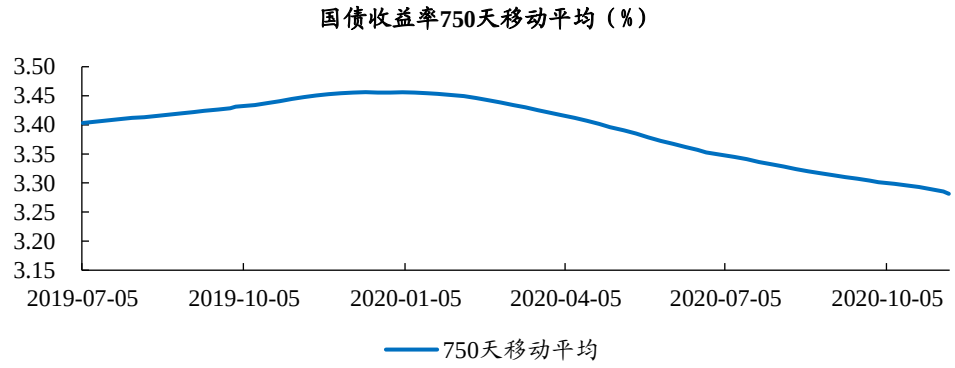
表1：上市险企长期投资收益率假设均在5%以上

上市险企	内含价值长期投资收益率假设
中国人寿	5.00%
中国平安	5.00%
中国太保	5.00%
新华保险	5.00%
中国人保	5.25%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：以上数据披露时间均为2020H1，新华保险数据为传统非分红账户2023年及以后的假设。

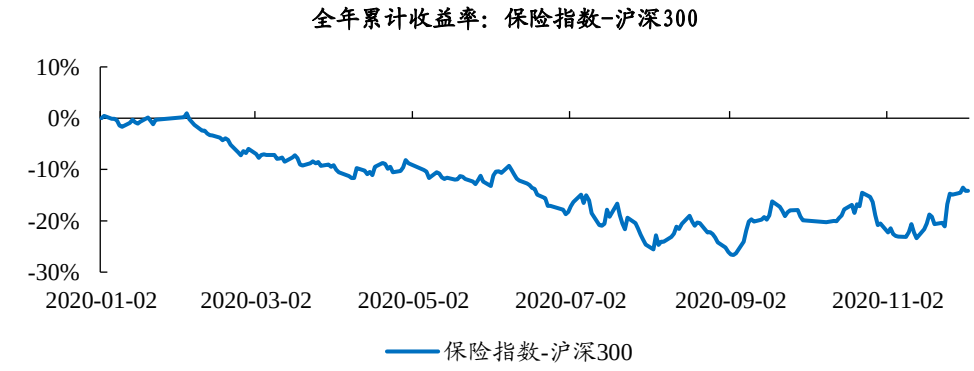
图3：国债收益率750天移动平均下行，给利润释放造成压力



数据来源：Wind、开源证券研究所

资负两端修复，保险指数表现逐渐回暖。随着疫情防控形势不断向好，保险代理人线下展业、面见客户及产品销售说明活动逐渐恢复，负债端企稳提供信心。同时十年期国债收益率于2020年7月重新回到3%上方，资产端修复提供估值支撑。资负两端修复，推动保险股于2020年7月末表现出现回暖，与沪深300指数累计收益率差距出现收敛态势。随后，由于疫情造成的低基数及各家上市险企开门红积极备战，2021年开门红保费改善预期推动保险股表现进一步收敛。

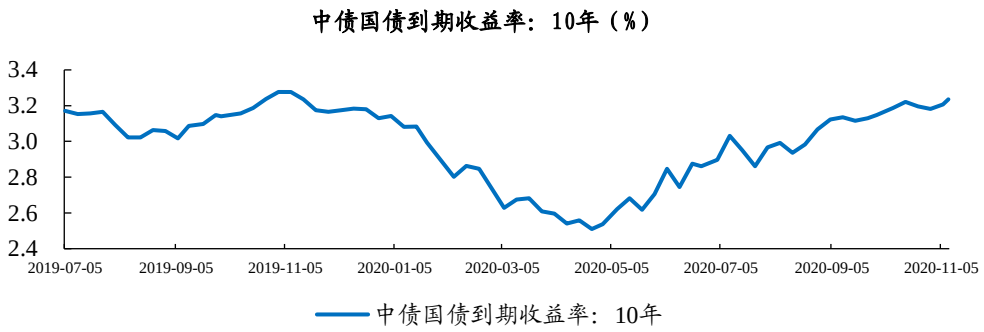
图4：保险指数与沪深300指数差距于2020年7月后逐步收敛



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述数据统计时间截至2020年12月2日收盘。

图5：十年期国债收益率于 2020 年 7 月回升至 3%上方

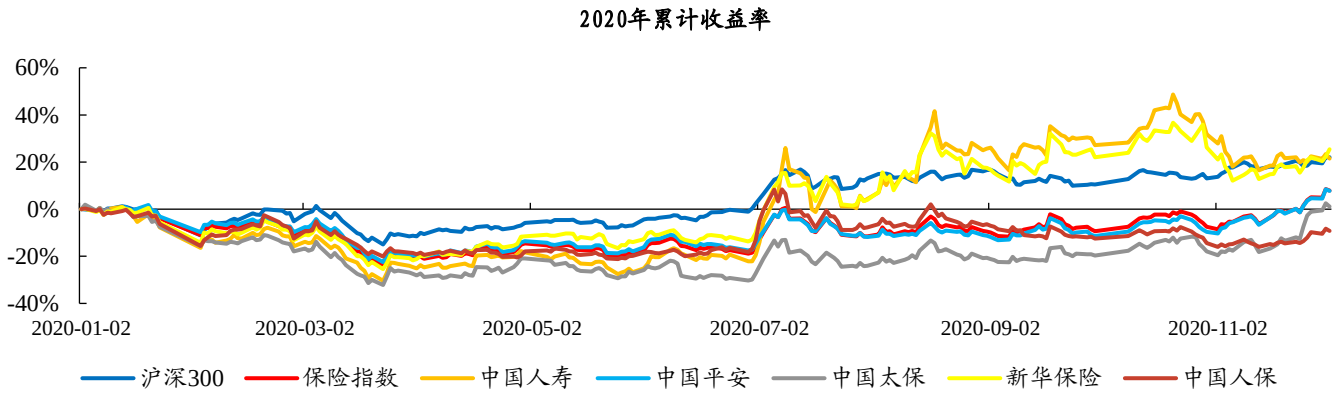


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 疫情好转后，保费数据提振行情

疫情逐步好转后，保费同比强劲公司股价表现亮眼。随着 2020 年 4 月 8 日武汉解封，国内经济不断复苏，保险股跟随市场于 6 月底迅速回升。其中，2020H1 新业务保费同比增速分别为+14.37%和+119.20%的中国人寿与新华保险表现格外亮眼，截至 2020 年 12 月 2 日，中国人寿、新华保险分别跑赢保险指数 13.59%、17.50%，新华保险跑赢沪深 300 指数 3.33%，中国人寿跑输沪深 300 指数 0.57%。但与此同时，我们观察到中国人寿与新华保险的新业务价值表现出现分化，2020H1 分别为+6.71%、-11.36%，反映出市场对保费的反馈要好于新业务价值。

图6：中国人寿、新华保险新业务保费同比亮眼助力跑赢保险指数



数据来源：Wind、开源证券研究所

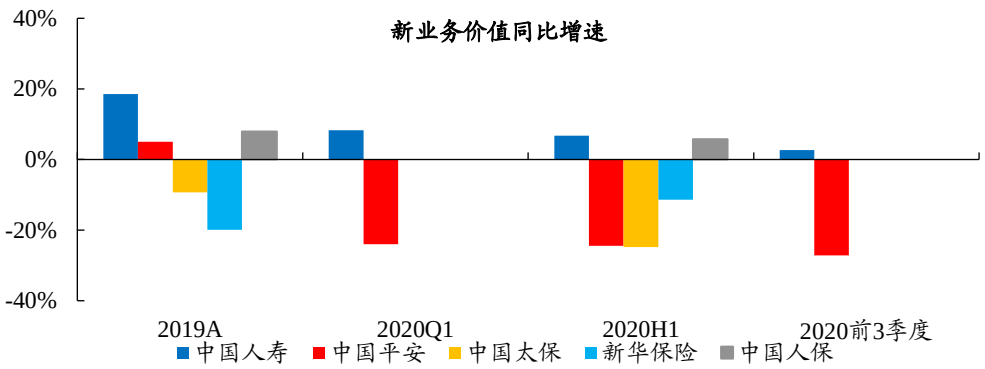
注：上述数据统计时间截至 2020 年 12 月 2 日收盘。

表2：新华保险、中国人寿 2020 年新业务保费同比增速优于同业

新业务保费同比增速	2019A	2020Q1	2020H1	2020Q3
中国人寿	5.93%	16.50%	14.37%	7.80%
中国平安	-3.00%	-16.32%	-8.01%	-1.73%
中国太保	-15.22%	-31.07%	-27.52%	-26.93%
新华保险	22.27%	135.99%	119.20%	95.25%
中国人保	9.06%	-15.85%	-4.60%	-4.49%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：2020 年前 3 季度仅中国人寿新业务价值同比保持正增长



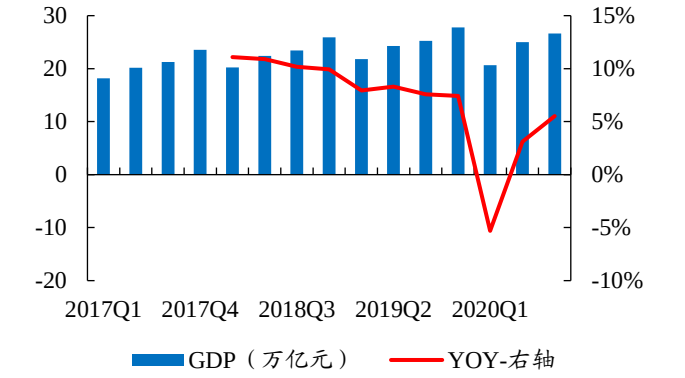
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 展望 2021，经济复苏驱动负债和资产两端改善

2.1、 宏观经济向好，可选消费复苏

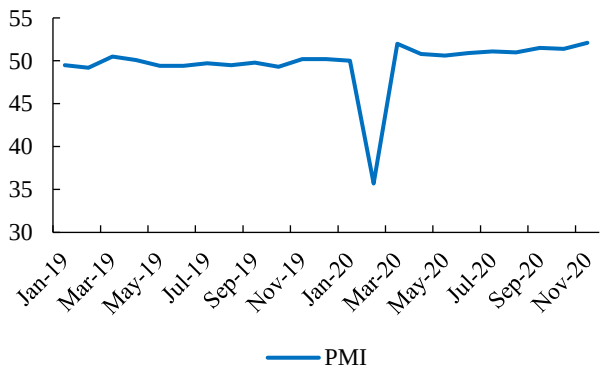
宏观环境趋势向好，居民可投资金充裕，可选消费复苏。随着国内疫情得到控制，宏观经济逐步复苏，2020 年 GDP 同比增速已由 2020Q1 的-5.30%回升至 2020Q3 的+5.54%，PMI 已连续 9 个月站在荣枯线上方，我们预计经济修复或将延续至 2021 年年初，全年经济增速中枢或在+8.50%-+9.00%之间。高净值人群可投资资产规模稳步上升，为保险行业发展提供坚实基础。

图8：GDP 同比增速回暖



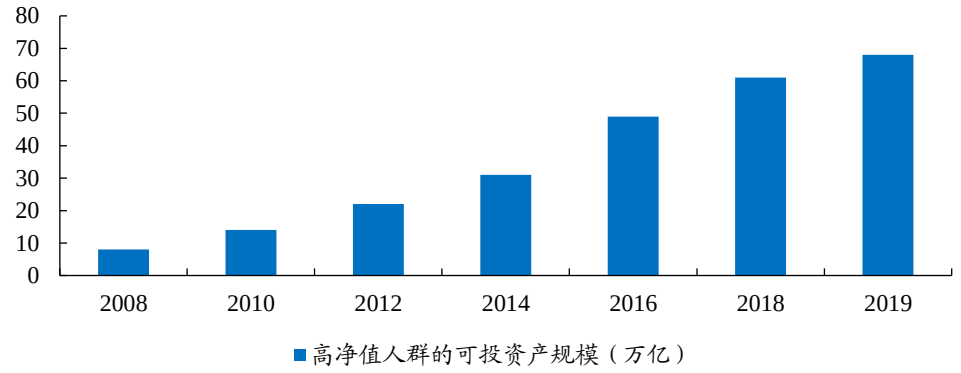
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：PMI 数据连续 9 个月站在荣枯线上方



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：高净值人群可投资资产规模持续提升



数据来源：《2019 中国私人财富报告》、开源证券研究所

注：高净值人群定义为可投资资产超过 1 千万人民币的个人，2019 年数据为预估数据。

2.2、 寿险供需提升，行业发展步入高质量时代

开门红全面提前，险企业务诉求强烈。回看 2020 年开门红，中国人寿的提前启动策略帮助其在新冠疫情发生时业务所受影响较小，新业务保费及新业务价值均实现同比增长，而中国平安、中国太保、新华保险等险企均受到新冠疫情的影响，高价值产品推动受阻。所以 2021 年开门红，包括逐步淡化开门红概念的中国平安、中国太保在内，各家险企均大幅提前开门红启动时间，业务前置，一方面意图扭转 2020 年的保费低迷状态，另一方面尝试规避因入冬而带来的新冠疫情输入及反复等风险。

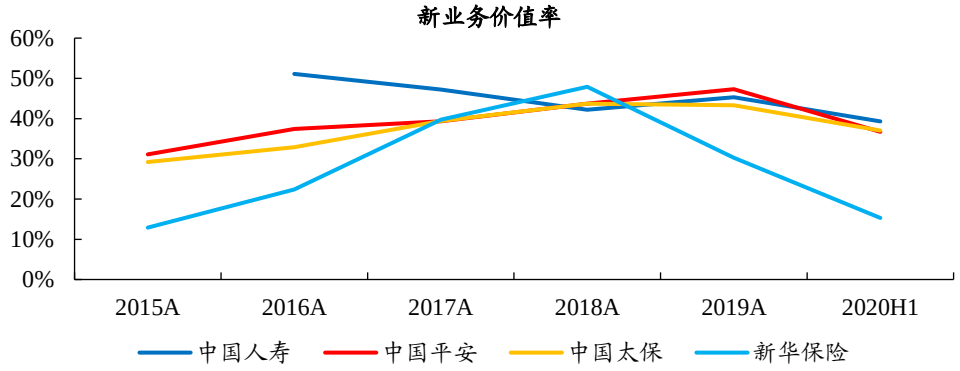
表3：2021 年上市险企均提前开门红启动时间

公司	2020 年开门红启动时间	2021 年开门红启动时间
中国人寿	2019 年 10 月上旬	2020 年 10 月中旬
中国平安	2019 年 12 月中旬	2020 年 11 月初
中国太保	2019 年 12 月初	2020 年 10 月初
新华保险	2019 年 12 月初	2020 年 12 月初

资料来源：开源证券研究所

保障型产品销售有望回暖，有望带动新业务价值率提升。受新冠疫情影响，2020 年开门红未能按照上市险企一贯先年金冲规模，后保障冲价值的趋势发展，部分险企受疫情影响，无法顺利实现转向复杂高价值保障型产品销售，造成新业务价值率及新业务价值出现下滑，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险 2020H1 新业务价值率分别下降 6.00%、10.60%、6.30%、15.00%。在 2021 年开门红期间疫情防控得力的前提下，叠加重疾险定义切换，我们预计上市险企将在完成规模性任务或在特定的时间节点后，加速转向重疾险销售阶段、加大重疾险销售力度，同时，上市险企均提出“择优理赔”概念，打消新老客户在新旧产品间的选择顾虑，从而实现新业务价值及新业务价值率双升。

图11：受疫情冲击，新业务价值率提升趋势受阻



数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：中国人寿新业务价值率为个险渠道新业务价值率。

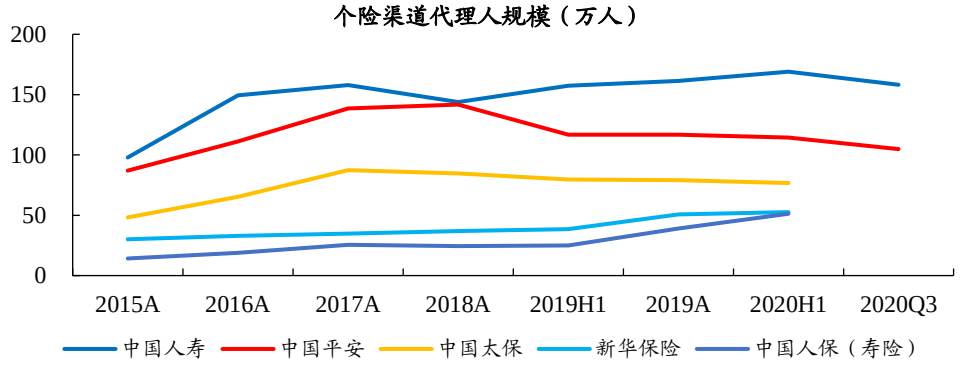
表4：银保监会对重疾险定义做出修改

变化内容	旧定义	新定义
重大疾病分类体系	重大疾病 25 种	建立重大疾病分级体系，28 种重度疾病和 3 种轻度疾病
轻症赔付	赔付限额由险企自行决定	赔付限额上限为 30%
重疾发生率表	部分年龄阶段新版重疾定义重疾发生率下降（男性 9-59 岁、女性 0-73 岁），其余年龄阶段发生率略有增加	

资料来源：银保监会、开源证券研究所

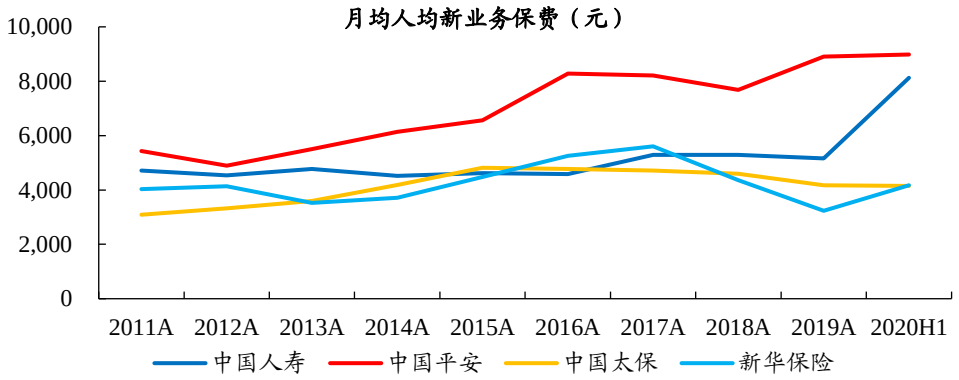
代理人质态逐步改善，初步进入高质量发展阶段。队伍规模上，自 2017 年以来的下滑态势逐步稳定，各家基盘清虚基本完成，我们预计 2021 年将保持微增态势。目前上市险企人力分别为中国人寿 158.10 万人(2020Q3)、中国平安 104.85 万人(2020Q3)、中国太保 76.60 万人（2020H1）、新华保险 52.60 万人（2020H1）、中国人保寿险公司 51.23 万人（2020H1）。人均产能方面，2020 上半年月均人均产能较 2019 年有所改善，中国人寿、中国平安及新华保险月均人均产能有所提升，中国太保月均人均产能降幅缩窄明显。我们认为，月均人均产能能够在疫情冲击下实现上升或缩窄降幅，侧面的反映出队伍质态有一定程度上的提升，能够在未来客户专业化需求占比不断提升的情况下为客户提供专业的保险服务和产品。

图12：代理人规模逐渐企稳



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图13：上市险企人均产能有所改善



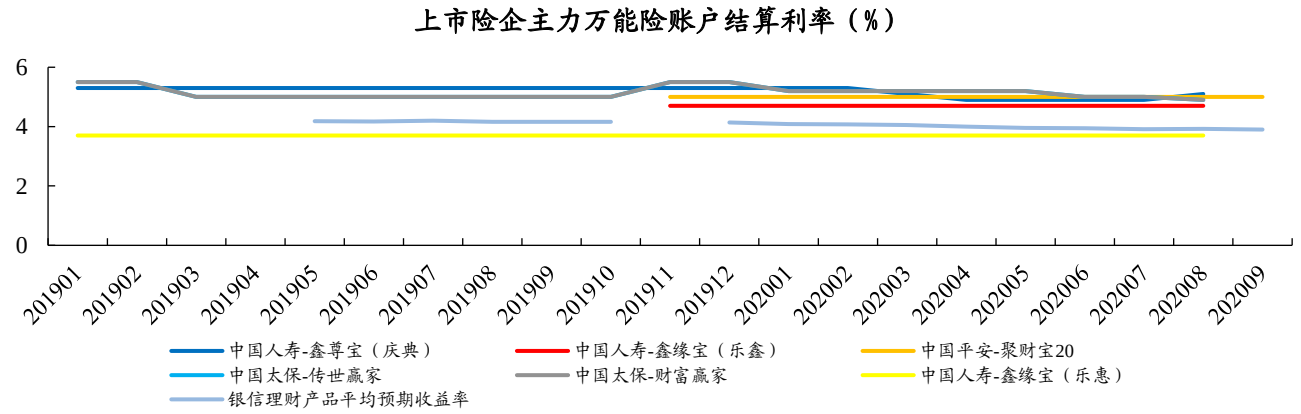
数据来源：公司公告、开源证券研究所

供给端动能充足，新业务价值改善可期。寿险行业 2021 年供给端改善充足：1）各家上市险企业务诉求强烈，降低不确定性，提前备战开门红；2）疫情缓解叠加重疾险定义切换，保障型产品销量可期，新业务价值率有望恢复；3）队伍规模企稳回升，预计保持微增态势，业务基盘稳定；4）队伍质态逐渐改善，人均产能上升趋势显现。四大改善为寿险供给端提供充足动能，新业务价值有望改善。

保险需求有望恢复，边际改善带来发展机会充足。寿险产品按其产品属性可简单划分为理财型产品及保障型产品，长期来看，无论是理财型产品还是保障型产品，保险需求的逐步释放将成为推动保险行业进入新周期的助力之一。随着资管新规不断落实，银行理财产品净值化将加大理财型保险产品的吸引力。长期看，随着我国财富管理领域的不断发展，民众的保险意识不断增强，对于保障型产品需求不断提高，尤其是年轻群体的保险意识崛起，为未来保险行业的发展带来较多机遇。短期看，疫情加速提升了居民保障意识及稳定的理财产品需求，疫情得到良好控制后，经济复苏及刺激政策带动了可选消费的提升。

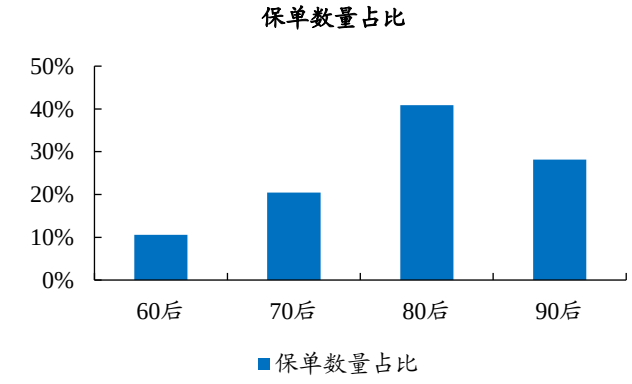
根据慧择网发布的《2019 七夕保险大数据报告》，80 后及 90 后的保单数量占比接近 70%，年轻一代的保险意识不断崛起，随着其收入的不断提升，会为保险市场带来额外增量。此外，《2020 年中国保险中介市场白皮书》指出，96%的代理人认为新冠疫情使得客户的保险意识有所提升，而新单价值率较高的重疾险青睐程度超过 70%。高净值人群对于保险的需求也在不断提升，根据招商银行与贝恩咨询公司联合发布的《2019 中国私人财富报告》，私人银行客户的可投资资产规模年化复合增长率达到 18%（2008-2018 年），且其增长率在不同阶段保持稳定，并且高净值人群将寿险产品作为主要的财富传承手段。

图14：上市险企主力万能险账户结算利率较银行理财产品略有优势



数据来源：Wind、用益信托网、开源证券研究所

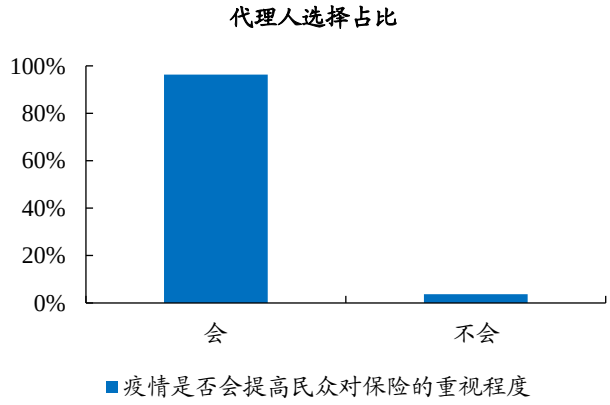
图15：年轻人群保险需求不断崛起



数据来源：《2019 七夕保险大数据报告》、开源证券研究所

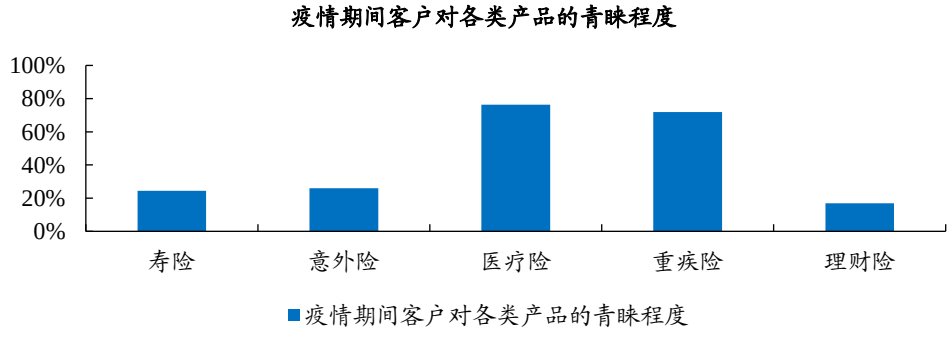
注：上述数据基于慧择网 2019 年用户数据。

图16：新冠疫情促进保险需求提升



数据来源：《2020 年中国保险中介市场白皮书》、开源证券研究所

图17：疫情期间客户对医疗险、重疾险青睐程度较高



数据来源：《2020 年中国保险中介市场白皮书》、开源证券研究所

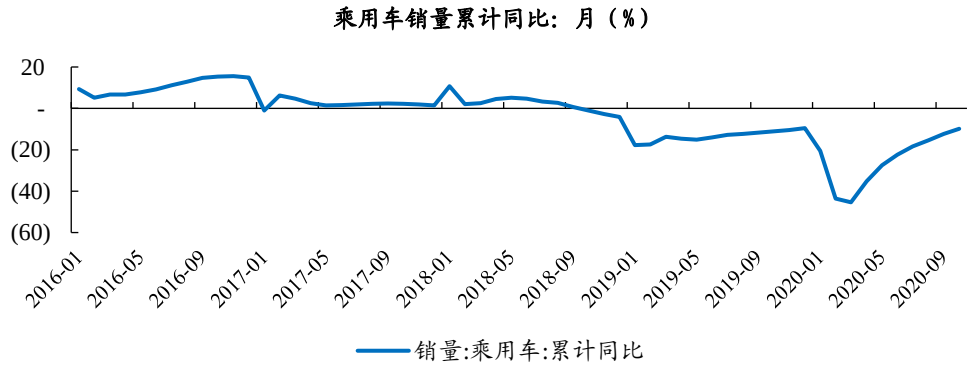
表5：高净值人群在寿险配置上保持稳定高速增长

可投资资产规模年化复合增长率	2008-2018 年	2012-2014 年	2014-2016 年	2016-2018 年
总体规模	17%	16%	21%	7%
其他境内投资	42%	48%	35%	0%

可投资资产规模年化复合增长率	2008-2018 年	2012-2014 年	2014-2016 年	2016-2018 年
保险（寿险）	**18%**	**18%**	**23%**	**15%**
境外理财	32%	20%	26%	10%
银行理财产品	25%	40%	29%	6%
资本市场产品市值	19%	27%	22%	1%
投资性不动产净值	20%	8%	30%	8%
现金及存款	13%	11%	15%	8%

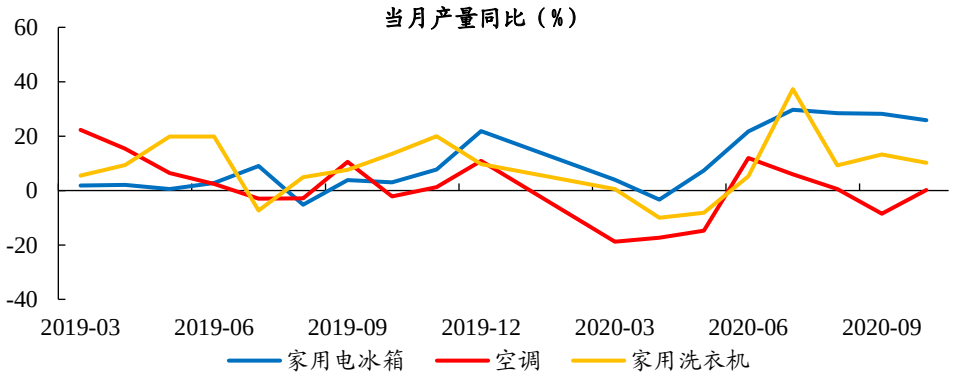
数据来源：《2019 中国私人财富报告》、开源证券研究所

图18：乘用车销量逐渐回暖



数据来源：Wind、中汽协、开源证券研究所

图19：家电产量月度同比逐渐回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

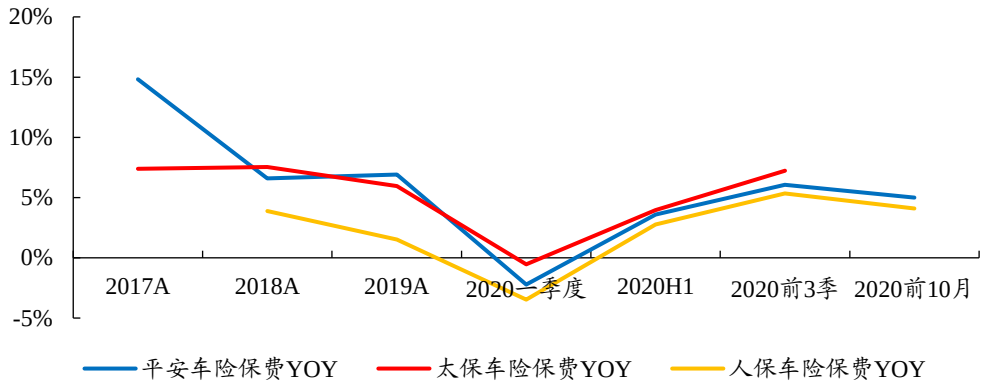
2.3、 车险综改影响开始显现，车险或拖累财险保费承压

车均保费下滑拖累车险表现，新车销量好转有望减轻综改压力。2020 年 9 月 3 日，银保监会正式印发《关于实施车险综合改革的指导意见》，引导行业将商车险附加费用率上限由 35%下调为 25%，预期赔付率由 65%提高至 75%，通过降价、增保、提质实现保护消费者权益。我们预计综改对行业车险保费收入及利润率造成一定压力。据银保监会于 11 月下旬披露，9 月 19 日综改正式执行后车均保费自 3700 元/辆下降至 2700 元/辆，降幅约 27%，对目前车险业务占比仍超过 50%的上市险企造成一定压力，预计未来保费下行压力仍会持续，拖累财险板块整体表现。2020 年前 3 季度，平安财险、太保财险、人保财险车险保费占比分别为 67.01%、62.60%、57.90%。我

们判断 2021 年各上市险企车险业务将承受一定压力，或拖累财险整体表现，但相信上市险企将在压力下不断探索，积极寻找业务推动、产品保障与消费者权益的平衡点，从而实现利润稳定增长。

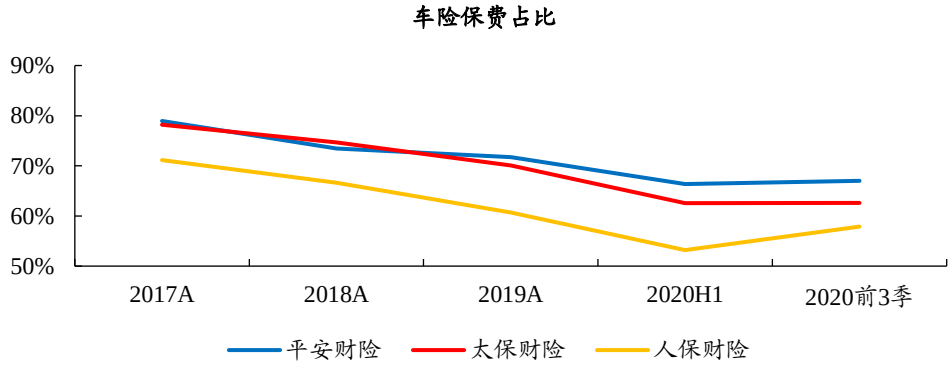
但随着宏观经济的复苏，国家对汽车行业的支持，车险业务有望实现以量补价。2020 年政府工作报告指出，促进汽车消费，大力解决停车难问题，增加充电桩、换电站等设施，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级，此外，2020 年上半年各部门均陆续出台政策推动汽车消费。

图20：车险综改后，上市险企累计车险保费同比增速承压



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：上市险企不断调整车险保费收入占比



数据来源：公司公告、开源证券研究所

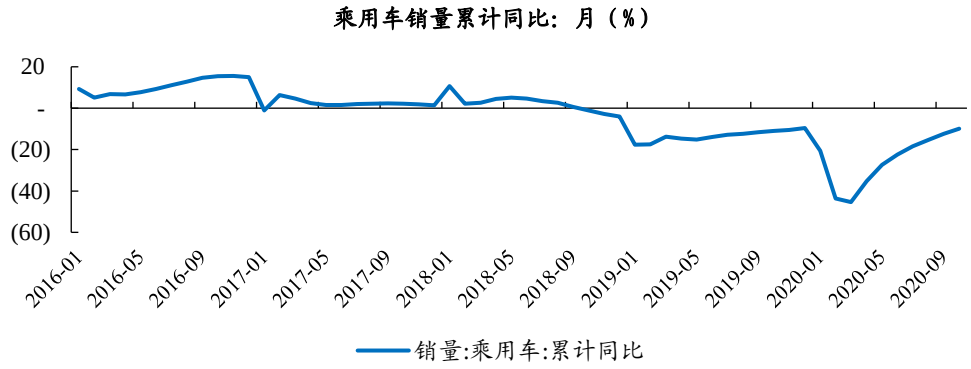
表6：国家积极推动汽车消费

发文部门	政策名称	相关内容
工信部	《关于有序推动工业通信业企业复工复产的指导意见》	积极稳定汽车等传统大宗消费，鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌配额，带动汽车及相关产品消费。
国家发改委、公安部、财政部等 23 部门	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	落实现行中央财政新能源汽车推广应用补贴政策和基础设施建设奖补政策。
国家发改委、司法部	《关于加快建立绿色生产和消费法规政策体系的已经》	有条件的地方对消费者购置新能源汽车给予适当支持。
财政部、税务总局	《关于新能源汽车免征车辆购置税	自 2021 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日，对购置的新能源汽车免征车

发文部门	政策名称	相关内容
工信部	有关政策的公告》	辆购置税。
财政部、工信部 科技部、国家发改委	《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至 2022 年底。平缓补贴退坡力度和节奏，原则上 2020-2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20%、30%。
中共中央办公厅 国务院办公厅	《关于统筹推进商务系统消费促进重点工作的指导意见》	抓紧落实延长新能源车购置补贴和税收优惠、减征二手车销售增值税；创新借鉴各地优化限购、促进新车消费、加快老旧车淘汰、取消皮卡进城限制、完善汽车消费环境等做法，积极推进汽车限购向引导使用政策转变，进一步释放汽车消费空间。
国家发改委、科技部等 11 部门	《关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知》	鼓励金融机构积极开展汽车消费信贷等金融业务。

资料来源：各部门官网、开源证券研究所

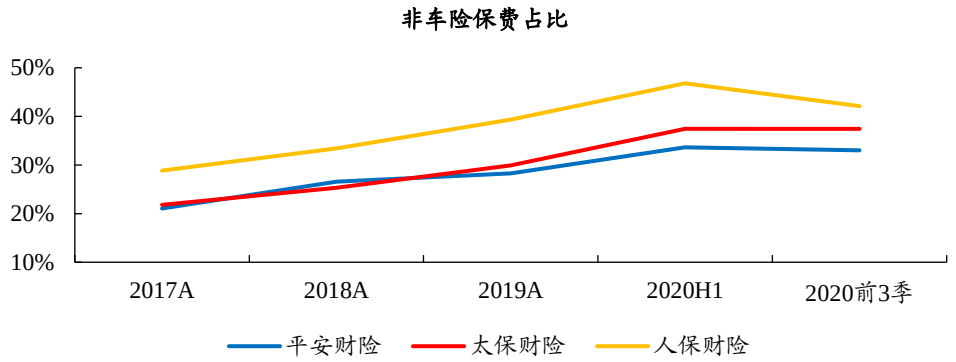
图22：乘用车销量逐渐回暖，车险业务有望实现以量补价



数据来源：Wind、中汽协、开源证券研究所

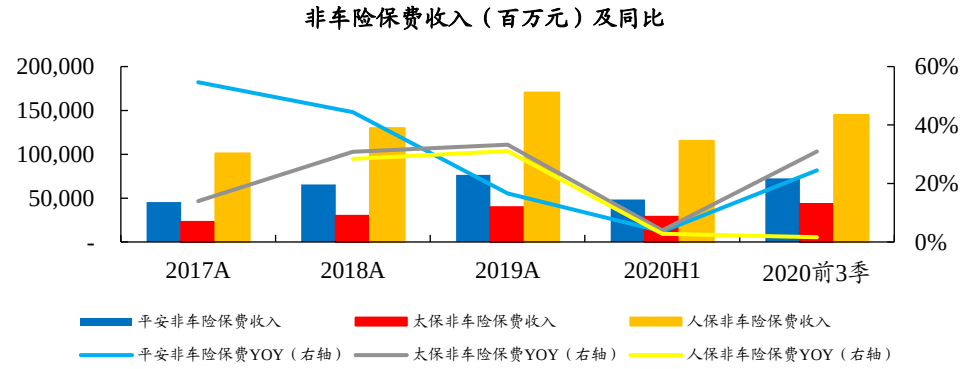
把握新机会，快速提升非车险业务规模。3 家上市险企均较早布局，有意提升非车险业务占比，避免过度依赖车险业务，实现车险、非车险双轮驱动。截至 2020 年前 3 季，3 家上市险企非车险业务占比均提升至 30%以上，人保财险达到 42.10%、太保财险 37.40%、平安财险 32.99%。农险、责任险及意外与健康保险发展迅速，以中国太保为例，农险 2016 年-2019 年年化复合增长率为 46.30%、责任险复合增长率为 16.83%；此外，根据中国人保披露数据，2017 年-2019 年，其意外伤害及健康险年化复合增长率为 37.14%、企业财产险为 34.30%，均保持高速发展。上市险企均主动推动非车险业务，实现业务的良性发展，2021 年非车险业务有望拉动上市险企财险业务板块表现。

图23：3 家上市险企非车险保费占比逐年提高



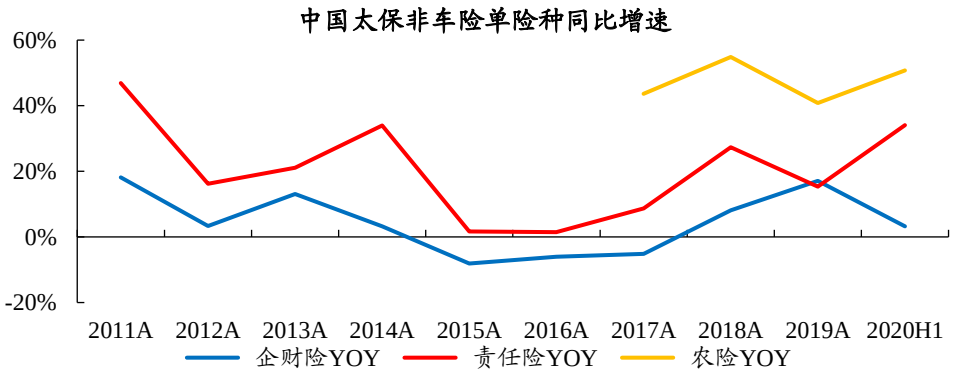
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图24：上市险企非车险保费同比增速保持高位



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图25：以中国太保为例，农险及责任险快速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表7：财政部印发《关于加快农业保险高质量发展的指导意见》推动农险发展

主要措施	具体内容
扩大农业保险覆盖面	方面，推进政策性农业保险改革试点，在增强农业保险产品内在吸引力的基础上，结合实施重要农产品保障战略，稳步扩大关系国计民生和国家粮食安全的大宗农产品保险覆盖面。 另一方面，鼓励各地因地制宜开展优势特色农产品保险，逐步提高其占农业保险

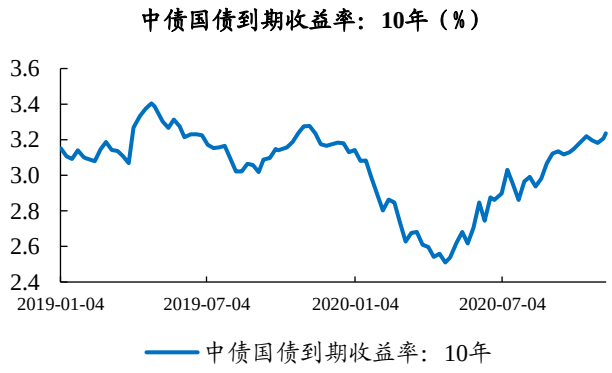
主要措施	具体内容
	的比重。
提高农业保险保障水平	在覆盖农业生产直接物化成本的基础上，扩大农业大灾保险试点，逐步提高保障水平。推进稻谷、小麦、玉米完全成本保险和收入保险试点，推动农业保险“保价格、保收入”，防范自然灾害和市场变动双重风险。
拓宽农业保险服务领域	探索构建涵盖财政补贴基本险、商业险和附加险等的农业保险产品体系。同时推广指数保险、区域产量保险、涉农保险，探索开展一揽子综合险，将农机大棚、农房仓库等农业生产设施设备纳入保障范围。开发满足新型农业经营主体需求的保险产品。另外，将农业保险纳入农业灾害事故防范救助体系，充分发挥保险在事前风险防预、事中风险控制、事后理赔服务等方面的功能作用。
加大政策扶持	中央财政农业保险保费补贴重点支持粮食生产功能区和重要农产品生产保护区以及深度贫困地区，并逐步向保障市场风险倾斜。对地方优势特色农产品保险，中央财政实施以奖代补予以支持。

资料来源：财政部网站、开源证券研究所

2.4、 宏观环境回暖，多轮政策打开想象空间，利好险资投资端

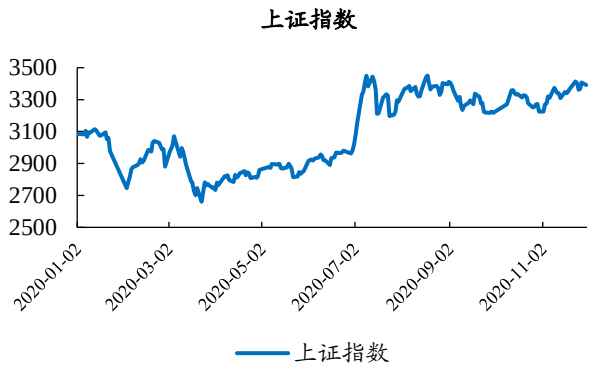
国内疫情得到有效控制，长端利率、股市随经济复苏。随着国内疫情的逐步控制，十年期国债收益率自 2020 年 4 月触底后逐步回升，目前已升至 3.30%附近。经济复苏有望延续，流动性边际趋紧，长端利率有望持续抬升，长期利好上市险企资产端，支撑保险估值。A 股行情基本也同步好转，为险企总投资收益率提供弹性。目前新冠疫苗已有 6 款投入限制级使用阶段，随着疫苗研发进展的不断推进，全球疫情可能会得到控制，利好全球经济复苏。

图26：长端利率随疫情好转复苏



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：上证指数随疫情好转明显反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

表8：已有 6 款疫苗进入限制使用阶段

疫苗阶段	临床试验前期	临床Ⅰ期	临床Ⅱ期	临床Ⅲ期	限制使用	批准使用
疫苗数量	164	37	17	13	6	0

数据来源：网易新闻、WHO、clinicaltrials.gov、纽约时报、开源证券研究所

注：上述数据统计时间为 2020 年 11 月 28 日。

多轮政策为险资运用打开想象空间，或增加投资收益弹性。2020 年 7 月，银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》，根据保险公司综合

偿付能力对其权益类投资比例做出限制，随后放开投资管理能力备案及财务性股权投资行业范围。政策引导一方面将长期属性明显的保险资金引入权益市场及实体经济，另一方面给保险资金投资打开想象空间，提高保险资金总投资收益弹性。

表9：2020 年多项政策打开险资运用想象空间

政策名称	文号	监管事项
《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》	银保监办发[2020]63 号	根据上季末综合偿付能力充足率区间设定权益投资占上季末总资产比例上限
《关于优化保险机构投资管理能力监管有关事项的通知》	银保监发[2020]45 号	优化险资投资能力监管，取消投资管理能力备案，引导公司自评估、信息披露和持续监管相结合
《关于保险资金财务性股权投资有关事项的通知》	银保监发[2020]54 号	保险机构开展财务性股权投资可以运用自有资金和期限相匹配的责任准备金，取消行业限制

资料来源：银保监会、开源证券研究所

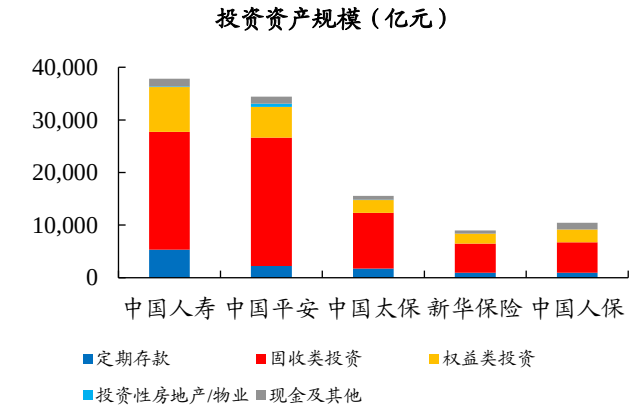
表10：2020H1 各家上市险企权益类投资距其可投资上限仍有一定空间

综合偿付能力充足率	集团	寿险	财险	寿险公司权益投资比例上限	权益类资产占比
行业平均	243%	236%	277%	-	-
中国人寿	-	267%	-	35%	23%
中国平安	231%	232%	241%	30%	17%
中国太保	284%	242%	275%	30%	16%
新华保险	-	282%	-	35%	21%
中国人保	325%	264%	306%	35%	23%

数据来源：银保监会、公司公告、开源证券研究所

注：以上数据以上市公司披露投资资产类别为基准，将定期存款单独列示，长期股权投资及联营合营企业投资重分类进权益类资产。

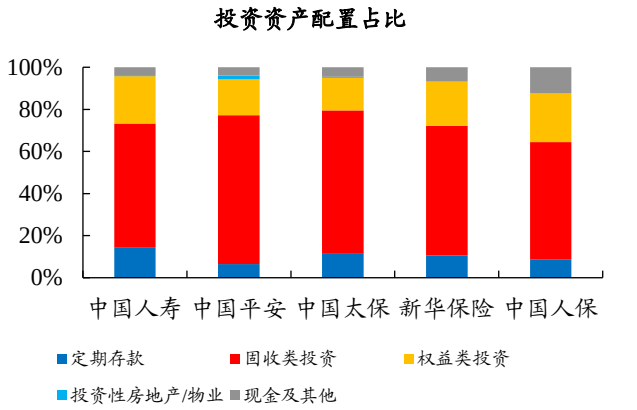
图28：上市险企固收类投资占比较高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：以上数据以上市公司披露投资资产类别为基准，将定期存款单独列示，长期股权投资及联营合营企业投资计入权益类资产。

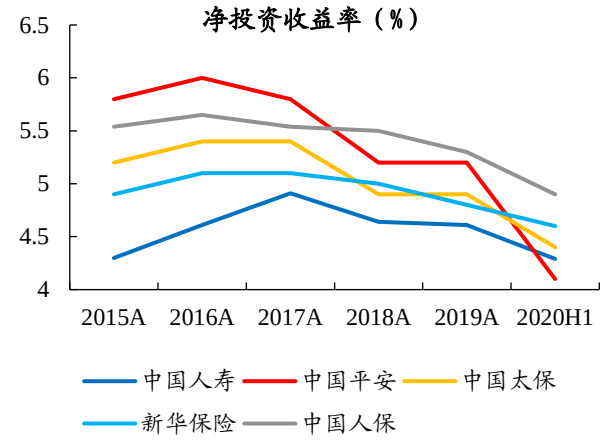
图29：上市险企权益类投资占比距上限仍有一定空间



数据来源：公司公告、开源证券研究所

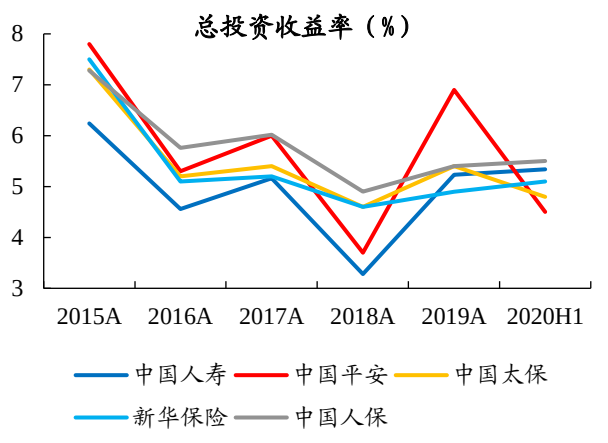
注：以上数据以上市公司披露投资资产类别为基准，将定期存款单独列示，长期股权投资及联营合营企业投资计入权益类资产。

图30：上市险企净投资收益率出现下行



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图31：多轮政策有望提升总投资收益率弹性



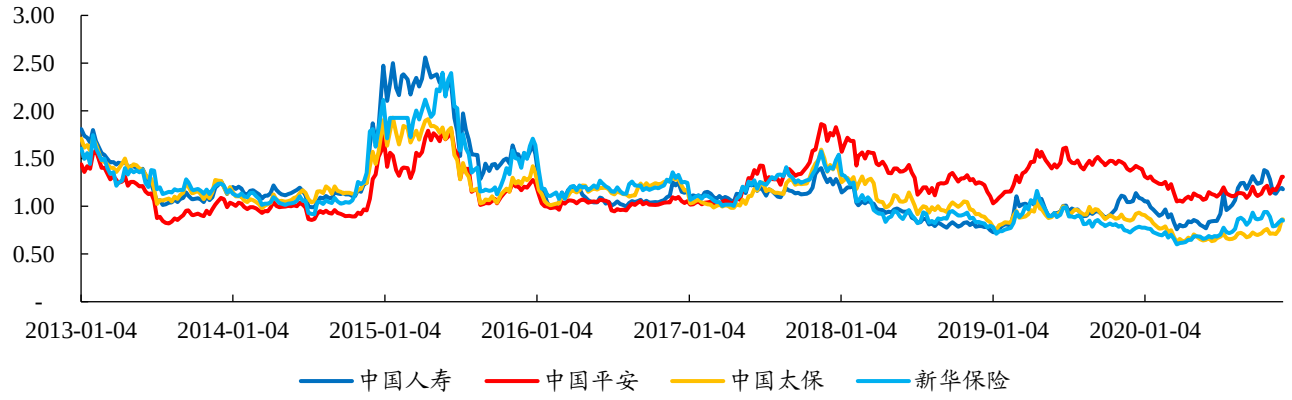
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、 投资结论

3.1、 估值处于历史中枢附近，看好估值继续修复机会

保险股估值尚处历史估值中枢，保费改善有望提振估值。中国人寿、中国平安估值位于近 4 年历史中枢附近，中国太保、新华保险估值处于近四年历史中枢下方。全年行情来看，中国人寿、新华保险受保费同比增速带动领跑行情，中国人寿、新华保险累计涨幅分别高达 21.46%、25.37%。2020 年主动型基金保险股持仓占比较 2019 年下行以来出现回升，有望助力估值修复。

图32：上市险企 PEV 估值处于近 4 年历史中枢附近



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述 PEV 估值为静态估值，近 4 年指 2016 年至今。

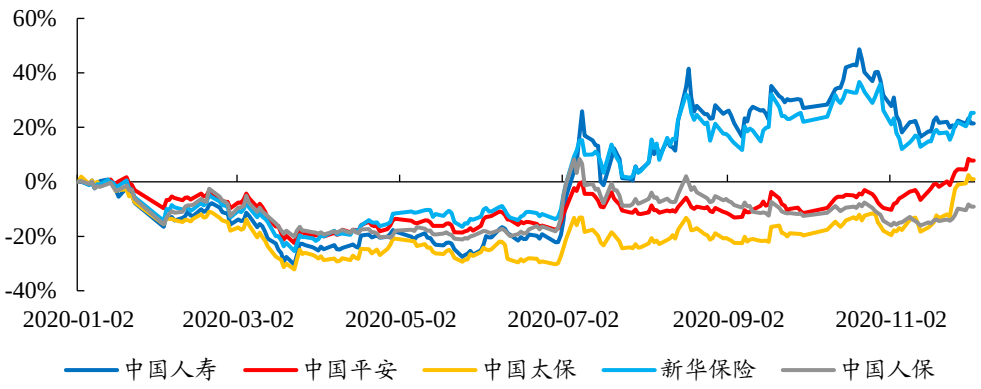
表11：上市险企距近 4 年估值高点仍有较大空间

上市险企	股票价格	PEV 估值					
	2020/12/4	2020H1	2020E	近 4 年估值中枢	距中枢空间	近 4 年估值高点	距高点空间
中国人寿	41.71	1.17	1.08	1.04	4%	1.40	-23%
中国平安	92.19	1.34	1.25	1.23	1%	1.86	-33%

上市险企	股票价格	PEV 估值					
中国太保	38.79	0.87	0.81	1.01	-19%	1.59	-49%
新华保险	63.35	0.89	0.83	0.95	-12%	1.57	-47%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

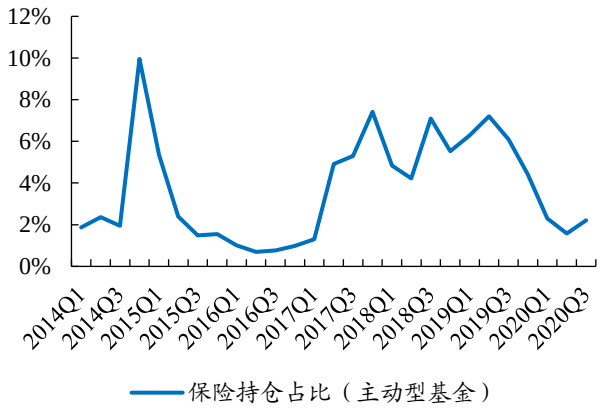
图33：新华保险、中国人寿 2020 年累计收益率领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

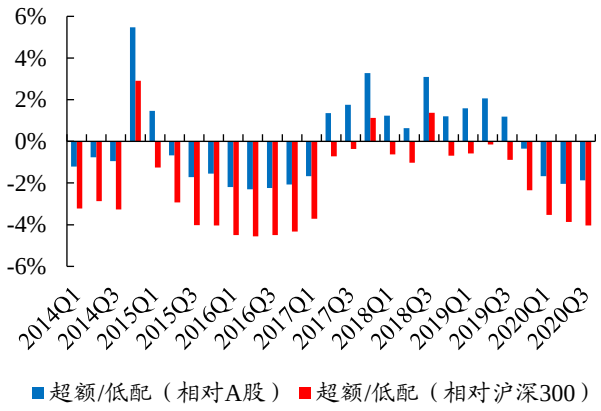
注：上述数据统计时间截至 2020 年 12 月 2 日。

图34：主动型基金保险股持仓占比略有回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：主动型基金目前相对低配保险股



数据来源：Wind、开源证券研究所

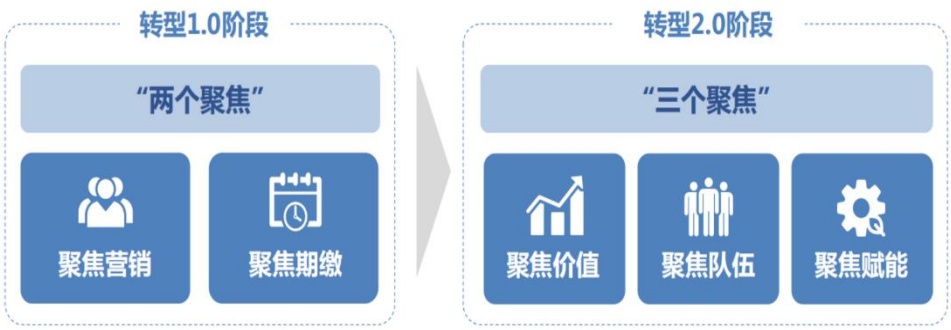
外部不确定性无法掩盖行业内生发展动量。2020 年是不平常的一年，新冠疫情、中美摩擦及美国大选均为市场带来了挑战，但保险行业内生发展动量充足，我们认为足以应对未来可能发生的不确定性。

3.2、 借势而动，预计上市险企 2021 年 NBV 同比增速表现良好

中国太保-打造全能寿险公司，边际改善推动估值修复。短期看，中国太保为 2021 年开门红启动节点最早的一家，10 月初即完成启动，预计达成情况良好，同时人力规模、产能逐渐企稳并有望实现回升。长期看，管理层于中期业绩发布会上披露中国太保积极推动建立市场化长期激励约束机制，覆盖产、寿险超 1000 名员工，鼓励“达目标、拼增量”，强调“有激励、有约束”。同时中国太保转型 2.0 阶段即将步入第 4 年，寿险队伍逐渐成型，目前人力规模为 76.6 万人，预计保持微增态势，且队

伍质态逐步提升，带动总体产能提升。预计新业务价值 2021E 同比增速+18.45%、2022E 同比增速+16.82%；集团内含价值 2021E 同比增速+17.54%、2022E 同比增速+17.22%。

图36：太保寿险自 2017 年开始转型 2.0 阶段，聚焦价值、队伍、赋能



资料来源：公司公告

中国平安-引领行业发展，寿险改革有望释放威力。短期看，中国平安 2021 年开门红重视程度高于往年，启动时间前置至 2020 年 11 月初，预计达成效果良好。人力方面执行优增优选政策，队伍规模企稳回升。长期看，贯彻“渠道+产品”双轮驱动，打造数字化寿险集团。中国平安本次寿险改革于 2018 年开始，2019 年 11 月进入深入改革阶段，2020 年中期业绩发布会上管理层披露，绝大多数项目完成顶层设计，近一半项目开展机构试点，个别项目推进全面落地，预计 2020 底完成改革试点，2021 年全面推广，有望带来新增量。

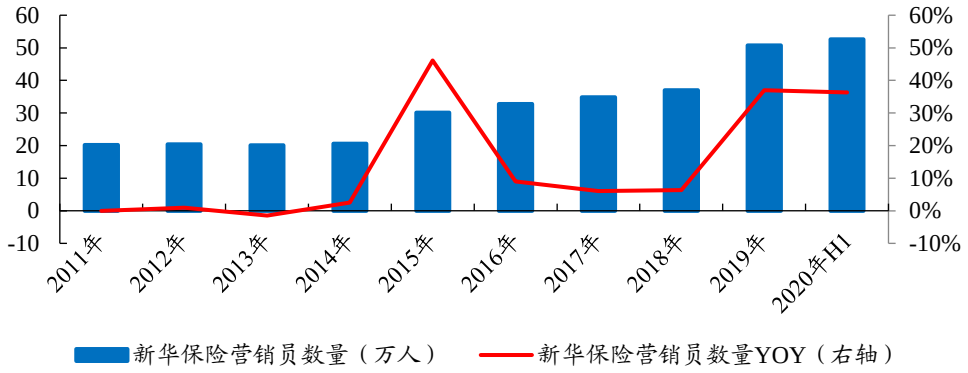
图37：中国平安寿险改革剑指全球领先的人寿保险公司



资料来源：中国平安 2020 年中期业绩报告

新华保险-量质并举，做大基盘，做大规模。新华保险 2021 年开门红启动时间预计为 12 月初，较 2020 年开门红变动不大，但人力规模提升明显，2019A 为 50.7 万人，2020H1 人力规模为 52.6 万人，预计目前人力规模保持在 56 万人左右，且疫情逐渐消退，个险代理人规模优势可充分发挥。

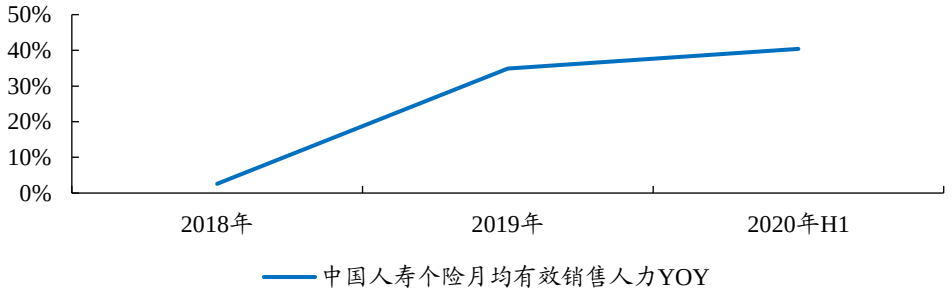
图38：新华保险人力大幅增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

中国人寿-市场化改革作用明显，行业地位稳居前茅。中国人寿开门红预计已于 2020 年 10 月 20 日启动，预计达成情况良好，后续将转向高价值年金与保障型产品销售，队伍规模仍为行业第一，市场地位毋庸置疑。长期看，“重振国寿”效果显著，个险渠道月均有效销售人力保持高增长 2020H1 为+40.40%、2019A 为+34.90%，业务效率大幅提升。鼎新工程即为引进市场化，对管理架构、激励机制、前台业务等多方面做到最大限度的市场化，最大程度释放战斗力。

图39：中国人寿个险月均有效销售人力提升明显



数据来源：公司公告、开源证券研究所

借宏观经济复苏之势，积极备战开门红，2021 年开门红保费有望改善。上市险企积极备战 2021 年开门红，中国太保和中国人寿先后于 10 月开售开门红主打产品，我们预计产品销售情况良好，中国平安预计在 11 月上旬开售开门红产品，新华保险预计于 12 月初启动。整体看，上市险企提早积极布局开门红，对标银行理财类产品收益率优势提升，叠加转型见效和疫情带来的低基数，我们预计上市险企 2021 年开门红保费增速有望超预期。近期十年期国债收益率升至 3.3%上方，保险资产端改善有望持续，开门红保费增速有望改善，继续看好保险股投资机会。

受益标的：中国平安、中国太保、新华保险和中国人寿。

表12：预计上市险企 2021Q1 新业务价值同比增速表现良好

上市险企	2021Q1 预估个险渠道新业务达成（单位：亿元）	新业务保费同比	2020H1 新业务价值率	2021Q1 预计新业务价值率	2021Q1 预估个险渠道新业务价值达成（单位：亿元）	新业务价值同比
中国太保	136	+13.43%	37.00%	39.00%	53	+19.56%
中国人寿	740	+6.56%	39.30%	40.00%	296	+9.29%
中国平安	335	+19.91%	36.70%	38.00%	127	+23.15%
新华保险	84	+8.00%	15.30%	17.00%	14	+22.40%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表13：预计上市险企 2021E 新业务价值同比增速区间为 15%-20%

上市险企	2021E 新业务保费（单位：亿元）	新业务保费同比	2020H1 新业务价值率	2021E 新业务价值率	2021E 新业务价值（单位：亿元）	新业务价值同比
中国太保	657	+12.38%	37.00%	39.00%	256	+18.45%
中国人寿	2037	+7.00%	39.30%	40.00%	815	+8.91%
中国平安	1864	+15.00%	36.70%	38.00%	708	+19.07%
新华保险	628	+10.00%	15.30%	18.00%	113	+27.06%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表14：受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			BVPS		P/B		评级
		2020/12/4	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2019A	2020E	
601601.SH	中国太保	38.79	3.06	3.03	4.52	20.23	23.42	1.92	1.66	买入
601628.SH	中国人寿	41.71	2.05	1.85	2.18	14.01	15.00	2.98	2.78	未评级
601318.SH	中国平安	92.19	8.41	7.18	8.77	36.83	41.58	2.50	2.22	未评级
601336.SH	新华保险	63.35	4.67	4.45	5.44	27.07	30.41	2.34	2.08	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除中国太保外，上述公司盈利预测来自 Wind 一致性预期。

4、 风险提示

开门红业务开展不及预期；

宏观经济复苏受阻，长端利率超预期下行。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn