2020 年 11 月 30 日
行业研究●证券研究报告

保险

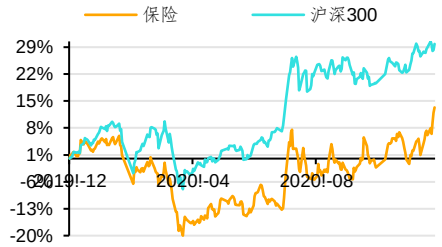
行业年度策略

开启精耕细作新纪元

投资评级 领先大市-A 维持

首选股票		评级
601318	中国平安	买入-A
601336	新华保险	买入-A
601601	中国太保	买入-A
601628	中国人寿	买入-B

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.46	13.19	-17.11
绝对收益	13.54	16.61	12.98

分析师 崔晓雁
SAC 执业证书编号：S0910519020001
021-20377098
报告联系人 范清林
fanqinglin1@huajinsc.cn
021-20377065

相关报告

保险：重申建议关注保险板块跨年行情 2020-11-26

保险：建议关注保险跨年行情 2020-11-18

保险：10 月寿险保费同比-1.04%，产险保费同比-6.13% 2020-11-17

保险：重疾新规落地，过渡期 3 个月 2020-11-05

保险：9 月寿险保费同比-1.45%，产险保费同比+8.99% 2020-10-20

投资要点

- **保险跨年行情持续演绎：**截至 11 月 30 日收盘，本月保险Ⅱ(申万)涨 13.39%（万得全 A/沪深 300+3.98%/+5.64%），全年累计涨 6%（万得全 A/沪深 300+21.83%/+21.08%）。本月以来保险板块行情持续演绎，从基本面来看，上市险企整体开门红的提前，以及去年同期的低基数效应使得同比改善的预期持续增强。此外长端利率站上 3.3%附近，类似 2019 年的利率区间范围内运行，对险资到期再投资及新增资产配置形成利好。

- **人身险-负债端修复逻辑占主导**

  1） 疫情影响逐步钝化后，代理人渠道仍面临较大社交阻碍，边际改善不甚明显。基于疫苗的研发进展及疫情的控制情况，我们判断改善效应或于明年显现。以平安为例，乐观情况下若 Q1 寿险 NBV 恢复至 2019 年水平，则同比增速高达 31.54%。但考虑到此轮开门红多倚重规模轻价值，NBVM 估计增长乏力，实际可能达不到 2019 年水平。**基于线下社交正常化促进保险强渠道供给效应的回升，以及保险弱需求的边际改善，2021 年行业负债端同比改善是大概率事件，**对明年行业迎来迎来大发展仍保持谨慎及观望态度。

  2） 市场整体扩大背景下，分层已经在加速。下沉市场“普惠”保险异军突起，表明市场需求只是暂时被压制，但价格敏感性高。传统中间市场受互联网平台的冲击较大，“比价”日益盛行。高端市场尚待挖掘，竞争态势最为良好。由此【下沉市场】面对“普惠”型的需求，线上互联网渠道（互联网）或是最好的选择。【中间市场】代理人的专业性以及公司产品的差异性尤为重要，此类渠道代理人的改革更倾向于对市场的把握。【高端市场】代理人精英化，能结合高净值客户的家庭情况，给予全方位的风险管理建议。

- **财产险-车险承压、盈利拐点尚待观察：**核心车险保费增速在 2021 年或出现较大幅度下滑，非车业务未出现强势增长的细分领域。此外车险费改落地后，险企综合成本率仍未见拐点，费用投放及价格竞争仍在持续。基于此我们对板块持偏保守的配置策略。

- **投资建议：2021 年人身险行业迎来负债端修复，是行业主逻辑。财产险行业负债端及盈利或继续承压，持保守态度。人身险来看，2021 年的市场表现中，业绩将成为险企改革成效的试金石，也因此是市场表现分化最主要的原因，**核心指标仍在 NBV，FYP 及 NBVM。推荐 NBV 同比改善确定性较强的如平安及太保；如疫情持续恶化，则重振银保的新华颇为受益；国寿目前估值偏高位，我们看好国寿在广大县域的布局。

- **风险提示：**长端利率持续大幅上行、货币政策收紧引发二级市场回调、代理人展业不及预期

内容目录

一、2020 年回顾与 2021 年展望 3
（一）2020 年：整体萎靡，个股分化 3
（二）2021 年：轻装上阵，负债端修复是主逻辑 5
二、人身险-市场分化、倒逼渠道改革，精耕细作利在长久 8
（一）居民保险配置仍有较大空间 8
（二）市场分层愈发明显，传统中间层受到挤压 9
三、财产险-车险综改下行业承压，非车业务动力不足尚待挖掘 17
（一）车险保费萎靡、非车业务承压 17
（二）车改新规长期利好行业、短期乱象仍存 17
（三）行业格局稳固、老三家强者恒强 18
四、投资策略：看好寿险、关注产险改善 20
（一）短期改善及长期空间均指向寿险 20
（二）估值持续分化 20
风险提示 23

一、2020 年回顾与 2021 年展望

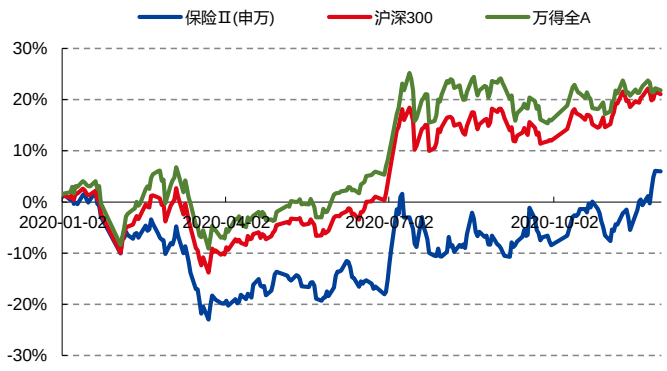
（一）2020 年：整体萎靡，个股分化

今年以来，新冠疫情着实让行业经历了一轮压力测试。截至 11 月 30 日收盘，保险指数全年累计涨 9.01%（同期万得全 A 涨 22.23%），而在 11 月中旬保险指数仍处于负增长中。而保险板块全年的萎靡主要体现在资负双端均承受较大压力，尤其是负债端在疫情影响和渠道改革的双重困扰下举步维艰。

负债端来看主要体现在两方面，疫情使得保险行业倚赖的社交式营销受到影响，代理人无法展业或者展业频次较低的情况下，保险的强供给策略效用大大降低；同时，疫情严重拖累宏观经济增长，居民收入受到影响的同时对资金的使用更加谨慎。国家统计局数据显示，上半年我国居民人均可支配收入同比下降 1.3%（扣除价格因素）。实际上在二季度疫情缓解以及各种刺激经济复苏政策出台后，宏观经济及居民收入开始回暖。市场上多呼吁的二次“开门红”也未出现，包括“重疾炒停售”逻辑似乎也迟迟未曾兑现，反映到负债端上，Q120 人身险保费同比略增 2.29%，前三季度同比+7.34%，其中健康险保费虽然同比+17.42%，但相比前两年增速下滑明显。我们认为，疫情在提升居民健康风险管理意识的同时，保险作为可选消费品受到收入增长停滞（下滑）的冲击更为直接。

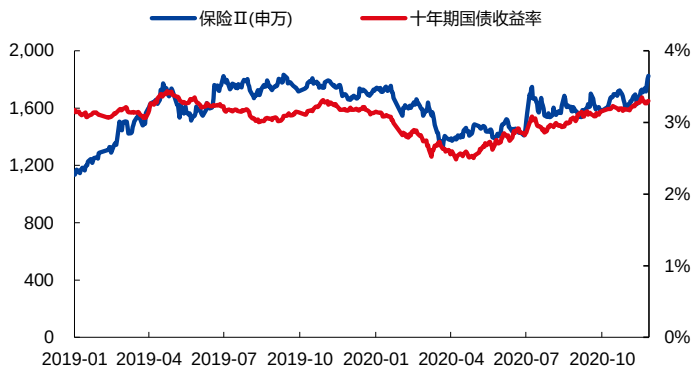
资产端方面，疫情的持续恶化对宏观经济造成严重打击，世界主要经济体央行纷纷释放流动性。在资金供给持续宽裕中，长端利率由去年 11 月的阶段性高点 3.3%一路下探至 4 月末的 2.5%，降幅高达 80bp。持续下行半年，引发了市场对险资新增资产及到期资产再配置的担忧，传导至投资收益率层面，对于利差收窄甚至利差损的隐忧日益加重。同时，二级权益市场在 Q1 表现也不甚乐观（万得全 AQ1 下跌 6.79%，去年同期上涨 30.71%）。Q1 险资投资收益端表现萎靡，四家上市险企（平安+国寿+新华+太保）Q1 投资收益同比-36.35%。股债承压下，譬如对内含价值 EV 评估的投资收益率假设可持续性存疑，对披露 EV 折扣体现到估值下修。

图 1：今年以来保险指数走势相对疲弱（相较年初累计涨跌幅）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：保险指数和十年期国债收益率走势高度相关

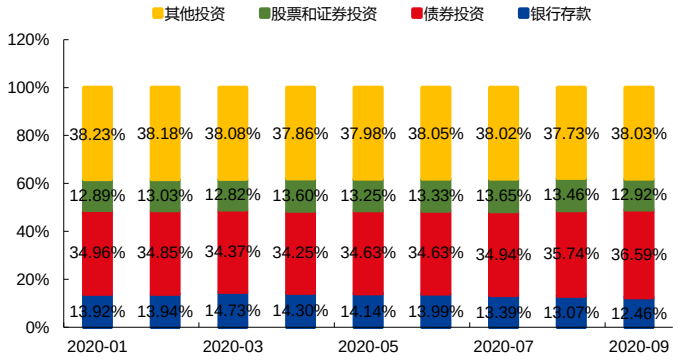


资料来源：wind，华金证券研究所

资产配置层面，银保监披露的数据显示，截至 Q320 末，保险资金运用余额同比+16.48%至 20.71 万亿元，环比 Q220 末+2.89%。构成来看波动较小，囿于资金属性险企投资偏保守。Q1/Q2/Q3 末债券投资占比 34.37%/34.63%36.59%，股票和证券投资分别为

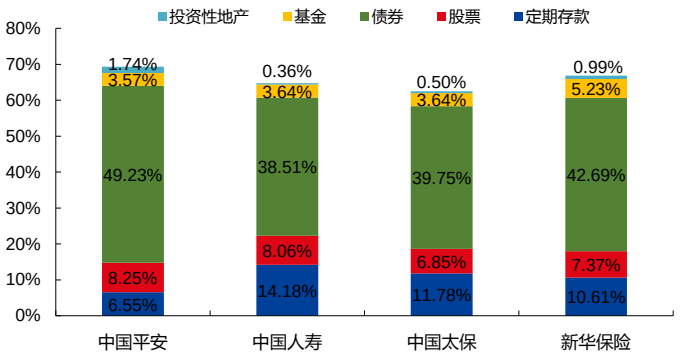
12.82%/13.33%/12.92%。上市险企来看，截至 H120 末，平安/新华/太保/国寿债券投资占比 49.23%/42.69%/39.75%/38.51%，股票+基金则分别为 11.82%/12.59%/10.48%/11.70%。2020 年 11 月 3 日，银保监发文，财务性股权投资行业限制取消。在 IFRS9 下提升权益资产配置会加大当期利润波动，取消行业限制使得险资在追求低估高分红股权投资时有更大的选择余地。而实际上，随着险企的盈利向死差靠拢，部分抵消对投资收益率的追求。对险资最主要的是资产久期的匹配，在利率高点增配长久期利率债及高等级信用债，锁定长期收益率。

图 3：保险行业资产配置结构



资料来源：银保监会，华金证券研究所

图 4：上市险企 H120 末部分投资资产占比



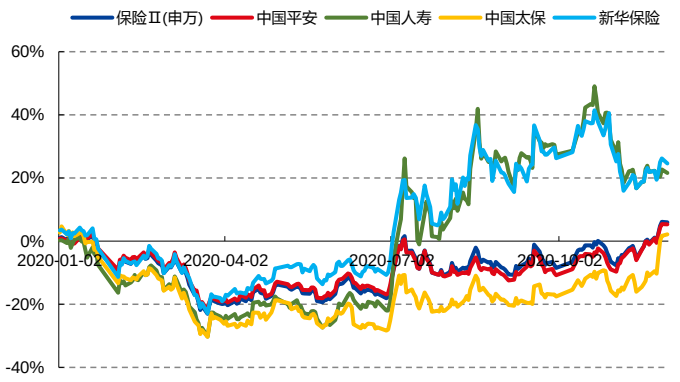
资料来源：公司公告，华金证券研究所

在板块整体走势萎靡下，个股分化明显，而进入到 11 月份，随着保险跨年行情的演绎，分化开始收敛。具体来看，在 6 月底 7 月初，长端利率迎来持续性上涨后，叠加二级市场情绪高涨。强贝塔属性的国寿和新华涨势喜人，11 月份以来，平安和太保迎来修复性上涨。

从基本面的角度剖析，上半年寿险 NBV 正增长的仅有国寿（同比+10.67%），其他如平安同比-24.41%（前三季度同比-27.14%）、太保同比-24.78%、新华同比-11.36%。NBV 表现萎靡无非是量与价两方因素，国寿在 2019 年下半年抢跑开门红，领先同业 1 月有余，大大抢占先机，使得其能在 Q1 从容应对疫情对线下展业的冲击，在量的支撑下对价的牺牲相对较小（上半年新单保费 FYP 同比+10.67%），国寿上半年 NBVM 略降 0.4pct，相较其他三家跌幅最小。新华在 2019 年提出“人惟司本”后大力增员，在 2020 年重启银保后，新单增速表现亮眼，上半年 FYP 同比大增 120.04%，但在牺牲价值下（NBVM 同比-22.64pct），NBV 同比-11.36%。平安/太保则是代理人改革遇上疫情冲击，FYP 与 NBVM 迎来双杀，上半年 FYP 同比分别-8.01%/-20.72%，NBVM 同比分别-7.96/-2pct，导致 NBV 同比分别-24.41%/-24.78%。

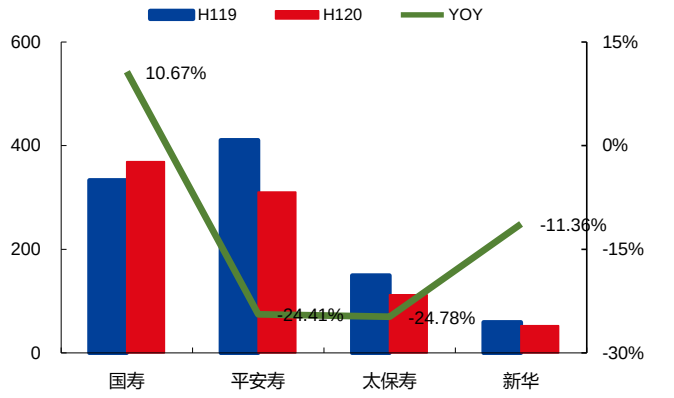
进入到 11 月份，平安与太保的上涨，一方面系板块行情下内部估值分化的收敛，另一方面也正是负债端改善确定性较强（提早开启开门红），即低基数效应下迎来同比增速的确定性改善。

图 5：保险板块内部分化明显（四大险企年度累计涨跌幅）



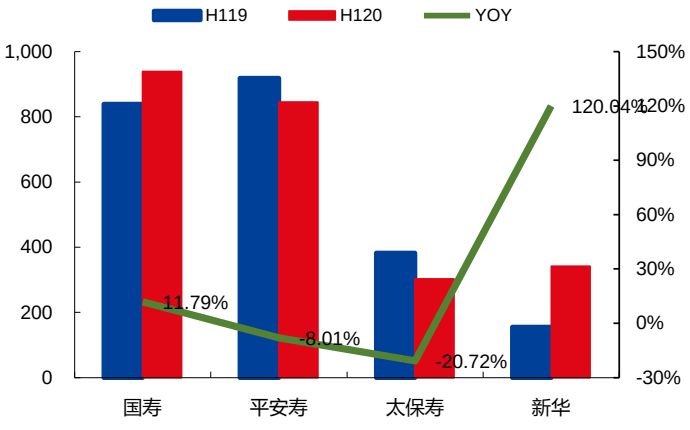
资料来源：wind，华金证券研究所

图 6：上市险企 NBV 表现（亿元）



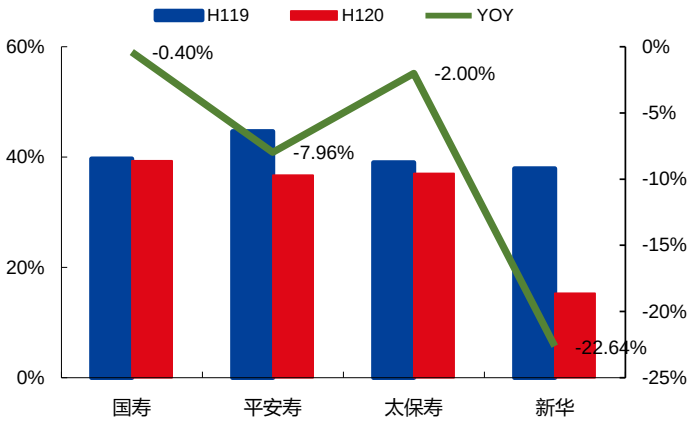
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：上市险企 FYP 表现（亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：上市险企 NBVM 表现



资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）2021 年：轻装上阵，负债端修复是主逻辑

2021 年 α 收益是主线，因此更关注基本面改善情况。我们在谈论 2021 年保险板块的展望时，也必定会落脚于股价表现。而股价的驱动二因素估值与业绩来看，我们更倾向于业绩，原因主要系明年经济持续恢复中，货币政策的边际宽松大概率不如今年，而由此保险板块的 β 收益将会受到影响。**2021 年的市场表现中，业绩将成为险企改革成效的试金石，也因此是市场表现分化最主要的原因**，核心指标仍在 NBV，FYP 及 NBVM。这三个核心指标均与保险渠道的改革密切相关，营销渠道仍是分析保险经营的核心。

10 月以来，头部险企的开门红节奏整体提前，国寿依旧抢跑，率先推出“鑫耀东方”年金险，而平安和太保紧随其后，相继推出“金瑞人生 21”和“鑫享事诚”，相较 2020 开门红，平安和太保分别整整提前了 1 个月和 2 个月。新华保险已于近期开启 2020 年开门红，节奏与去年相当。我们反观 2019 年上市险企的策略，以作为明年 1 月上市险企表现的依据。

对国寿 1 月的新单保费增速持保守态度。中国人寿在 10 月提前开门红，当时行业均无动作。“鑫享至尊”的强力动员，也使得国寿 1 月保费同比+22.62%；据我们草根调研了解得知，“鑫享至尊”开门红期间大卖 400 多亿保费。国寿今年开门红压力会比较大，主要系去年开门红销

售基数较大，很难再维持如此高的增长；此外，国寿开门红策略较去年变化不大，属于平推，其费用方面继续加码空间较小、边际效用递减，产品形态也与去年较为类似，吸引力持平。更为关键的是，今年多家险企蚕食开门红市场份额。如果国寿仅仅复制去年开门红模式，维持高速增长会有压力。可以看到，中国人寿在今年一口气推出四款产品，有堆量缓冲的考虑，而据线下调研得知，国寿在 10 月底预售规模已经超过去年一半水平，堆量效应较为明显。

新华价值率或有改善，至少下滑幅度有限，但上升空间也不宜过度乐观。诚如上文所述，新华保险 2019 年由于“人力优先”的策略指引，增员驱动明显，尤其是 Q419 末较 Q319 末代理人强势增长 10%。同时，新管理层上任后，重启银保趸交，1 月保费同比大增 54.07%。新华今年节奏较去年一致，1 月乃至 Q1 新单保费增速可能承压，改善或在保单质量。我们判断，公司规模导向策略或将持续，新单 NBVM 在 2020 年受到极限压制，2021 年改善确定性较大，但囿于规模倾向，预计改善有限。

平安与太保 1 月乃至 Q1 新单 NBV 将迎来极大确定性改善。平安 2019 年末收官拉长以保住年度 NBV 增长，释放部分新单红利，叠加代理人改革，1 月保费同比-13.74%，其中个险新单同比-14.90%。太保在代理人减员+开门红启动晚（12 月 1 号）+春节减少工作日影响下，1 月保费同比+0.60%。2021 年两家在今年低基数效应下，叠加代理人改革效应，改善预期持续增强，有望走出优于上市同业的新单的表现。

表 1：头部险企纷纷提前开启开门红

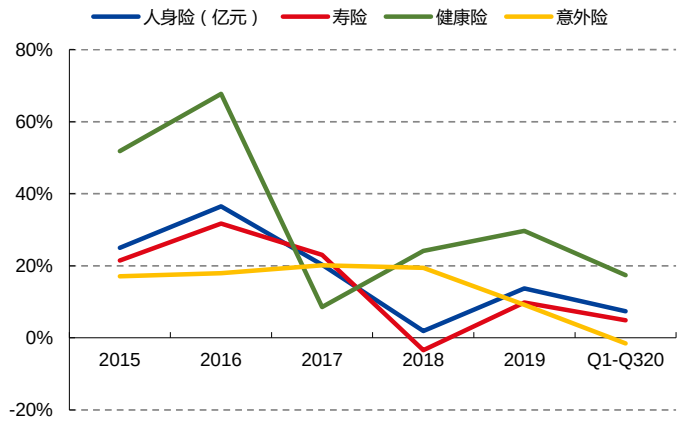
	主要看点	产品形态
中国人寿	1）3 款年金险：鑫耀东方/至尊/前程，1 款两全险：鑫耀相伴。 2）年金险可搭配万能账户（目前结算利率）：鑫尊宝终身寿险（万能型）（庆典版）（5.1%）、鑫尊宝终身寿险（万能型）（A 款）（4.5%）、鑫尊宝养老年金保险（万能型）（C 款）（3.7%）、鑫缘宝终身寿险（万能型）（乐鑫版）（4.7%）。	1）主力产品鑫耀东方以 3 年缴费，10 年保障期满计，IRR 为 1.72% 2）万能账户保证利率：2.5%
平安人寿	1）产品为 2 款年金险：金瑞人生 21、财富金瑞 21。 2）可搭配万能账户（目前结算利率）：聚财宝 20（5%）。	1）金瑞人生 21 预售，较去年提早 1 个月 2）金瑞人生 21 保障期提供 10 年，20 版本仅有 15 年；3 年缴费/10 年保障期算 IRR 为 1.08% 3）财富金瑞 21 较 20 版本删除 5 年缴模式，仅提供方 3 年缴，保障期由 10 年缩短至 8 年；3 年缴费/8 年保障期算 IRR1.66% 4）万能账户保证利率：1.75%
太保人寿	1）第一阶段鑫享事诚两全险已退市，目前上市月添福年金险（首款月缴年金，获客为主+助力新人业绩）。 2）鑫享事诚可搭配万能账户（目前结算利率）：附加传世管家（万能型）（5%）、附加传世赢家（万能型）（5%）、附加财富管家（万能型）（5%）、附加财富赢家（万能型）（5%）。	1）鑫享事诚 10 月 1 号上市，较去年开门提早两个月。 2）形式为两全+万能账户，以往为年金+万能账户，保障期限较去年的 10 年缩短至 7 年 3）以 3 年缴费/7 年保障计，IRR 为 1.61% 4）万能账户保证利率：2.5%
新华保险	1）惠金生年金保险，保险期 10/15 年 2）可搭配万能账户（目前结算利率）：金利终身寿险（万能型）（5%）。	1）整体节奏与去年相当 2）以 3 年缴费/10 年保障计，IRR 为 1.98% 3）万能账户保证利率：2.5%

资料来源：华金证券研究所（表格测算 IRR 是以不加入万能账户计，因万能账户实际结算利率有波动）

我们在前文论述过，保费增长表现不及预期，主要受线下展业受阻及收入水平降低暂时压制购买欲望。通过观察前三季度的人身险保费可知，前期增长势头较猛的健康险也受到影响，前三季度同比增长 17.42%，考虑到续期保费效应，实际新单增长堪忧。而经济不景气催生出的理财需求，则使得居民对保险的需求更关注其保值增值功能。长期来看利率下行是确定性事件，短期来看，今年银行 1 年期理财产品收益率已经下滑至 4.5%以下，考虑到银行理财产品收益率的波动，以及打破刚兑、净值化转型下，**保险年金的吸引力相对提升。**

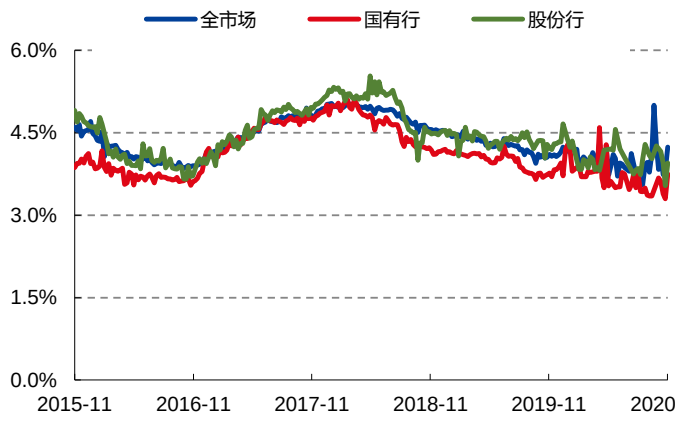
我们选取了市场面几款典型的纯年金险产品，以中华人寿福瑞一生年金险为例，假设 30 岁男性为自己投保，保额为 10 万，60 岁开始领取（本人），于 30-34 岁每年缴 11.919 万元，则保证 20 年领取的 IRR 为 3.33%（时年 79 岁），若领取到 90 岁，IRR 可达 4.06%。3.3%~4%的收益率看似较低，但年金险更在于稳定的现金流，且其以复利计，**吸引力随着银行理财产品收益率的下跌而相对提升。**

图 9：人身险保费收入全面疲软（同比增速）



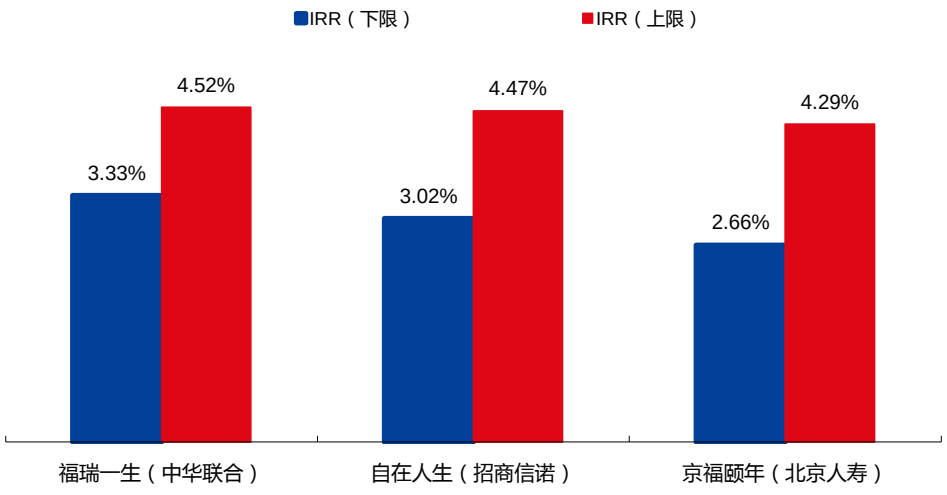
资料来源：银保监会，华金证券研究所

图 10：银行理财产品预期收益率（1 年期）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 11：市场面部分纯年金产品 IRR 测算



资料来源：华金证券研究所（注:下限指领取年金的最低额时的 IRR，上限则是理论生存年纪 105 岁算）

综上所述，**我们对行业 1 月乃至 Q1 的保费表现及 NBV 表现持乐观态度**，全年来看仍受疫情影响，但不会比今年差。我们在线下进行多轮调研得知，今年在疫情影响逐步钝化后，代理人渠道仍面临较大的社交阻碍，边际改善不甚明显。基于疫苗的研发进展及疫情的控制情况，**我们**

判断改善效应或于明年显现。以平安为例，乐观情况下若 Q1 寿险 NBV 恢复至 2019 年水平，则同比增速高达 31.54%。但考虑到此轮开门红多倚重规模轻价值，NBVM 估计增长乏力，实际可能达不到 2019 年水平。

基于线下社交正常化促进保险强渠道供给效应的回升，以及保险弱需求的边际改善，2021 年行业负债端同比改善是大概率事件，但我们对明年行业迎来迎来大发展仍保持谨慎及观望态度，正如我们于 2019 年底对 2020 年的展望，保险行业迎来高质量发展时期，对保费增速不应过于苛求。今年以来，我们关注到行业出现诸多新的亮点，这将佐证我们对未来一年乃至数年新单保费增速方向性的预判，我们将在下文论述。

二、人身险-市场分化、倒逼渠道改革，精耕细作利在长久

（一）居民保险配置仍有较大空间

国际经验来看，随着人均 GDP 的增长，居民家庭不动产配置的比例会相应下降，更多去配置金融资产。由中国保险学会结合央行披露的居民金融资产存量表[1]，测算明细数据显示，我国居民持有金融资产由 2010 年的 11.85 万元/户，增长至 2019 年的 40.42 万元/户，CAGR 达 13%，其中保险类资产占比在 2019 年达 13.70%，10 年间提升 2.45pct。这表明，在不动产配置的动力逐步减弱下，又进一步增强金融资产增长的确定性。其中，伴随着储蓄观念的弱化，储蓄类资产向其他资产转移的过程中，保险配置的占比得以进一步提升。

传统储蓄观点随着代际的成长与更迭而弱化下，保险资产的增量资金将助推其占比进一步提升。近几年来，保险资产占比似乎维持在 13%左右的比例停滞不前，这其中主要系金融机构理财产品的出现和成长，满足了人们对存款及通货资产以外的储蓄追求。而我们认为，理财产品净值化改造已成既定现实，我们了解在实操中，部分银行囿于客户教育和业务拓展仍承担“刚兑”职责，但行业趋势已不容回头。此外“钱端”与“原油宝”等事件的爆发，对银行的负面作用明显。而本着稳定理财的诉求，保险资产配置的吸引力则会得到相应提升。据 CEIC 数据显示，对比欧美发达经济体，保险资产占金融资产的比例在 30%左右，而临近的日韩则为 25%左右，相比之下我国居民保险资产配置比例仍有着金融资产规模提升+保险配置比例提升的双重利好。

表 2：我国居民资产配置情况

	持有金融资产	金融资产结构						
	（万元/户）	通货	存款	债券	股票	保险资产	金融机构理财产品	资金信托计划
2004	4.32	9.88%	71.84%	3.49%	4.93%	7.82%		
2005	5.01	9.54%	72.01%	3.13%	3.76%	8.76%		
2006	6.02	8.93%	68.26%	2.76%	6.76%	9.01%		
2007	8.03	7.51%	54.20%	2.00%	15.38%	8.08%		
2008	8.21	8.35%	66.64%	1.45%	5.88%	11.03%		
2009	9.84	7.78%	65.39%	0.64%	11.53%	11.25%		
2010	11.85	7.62%	63.79%	0.54%	11.41%	10.64%	3.65%	0.62%
2011	13.84	7.38%	62.86%	0.33%	10.34%	10.22%	7.05%	

[1]2015 年之后央行停止更新

2012	18.24	6.02%	55.42%	0.59%	8.09%	9.54%	8.79%	9.80%
2013	20.63	6.01%	51.63%	0.57%	6.47%	10.31%	11.02%	12.66%
2014	26.01	5.58%	48.55%	0.53%	7.57%	10.10%	14.38%	12.26%
2015	29.54	5.46%	44.91%	0.49%	6.61%	10.67%	19.81%	11.16%
2016	32.82	5.40%	43.54%	0.46%	5.62%	12.25%	22.04%	9.93%
2017	34.81	5.53%	42.90%	0.41%	6.83%	13.64%	21.14%	8.62%
2018	38.22	5.46%	46.65%	0.39%	5.21%	12.91%	20.88%	7.79%
2019	40.42	5.61%	50.61%	0.38%	4.99%	13.70%	16.54%	7.51%

资料来源：中国人民银行，中国保险学会，华金证券研究所

需求端来看，保险着实有着强供给弱需求的特征。从消费者购买保险的心理剖析，其往往有着“追求杠杆”的特征，即在触险时获得的赔付，超出所缴纳保费倍数越高越好。我们在草根调研时发现，对于重疾险的购买，不少人觉得“30 岁男性不含身故终身重疾险，保额为 50w，年交 8k 左右、分 30 年期缴纳，似乎算下来杠杆倍数并无多大吸引力，且 50w 会随着医疗通胀效用逐步下滑”。同时，作为可选消费品，保险又常常被拿来与其他金融产品进行比较，尤其是没有触险时所获得的现金流计算下的收益率与银行理财、基金配置等进行对比。

我们认为，一方面保险的“保险/储蓄”功能难以做到两相高度兼顾，偏储蓄和偏保障因消费者偏好而异；另一方面，随着保险讨论的日渐增多，保险教育逐渐深入人心，会潜移默化触发消费者的购买冲动。不同于 70 后/80 后的“被动式配置保险”，如今的 90 后乃至 00 后对保险配置的兴趣提升明显；水滴研究院分析报告显示，年轻消费群体对保险已经变为“主动了解”。当然，这少不了第三方自媒体平台的大量信息输出。

从各年龄段对保险产品的需求来看：1）25-45 岁的中青年家庭，往往对保险的保障功能需求更大，主要是医疗费用的支付，以降低突发性的高财务缺口，对应保险公司提供的譬如重疾险和定期寿险。2）45 岁-60 岁的中老年家庭，则开始更多关注长期储蓄类产品，如配置保险年金。3）60 岁后的老年家庭则更多关注财富保值增值及传承，年金险与终身寿险同样适合配置。总之，保险产品在家庭生命周期中配置的深度和广度，拥有其他金融产品无法比拟的优势，比如年金险的稳定现金流与复利优势，定期寿险/百万医疗险的高杠杆率等。我们认为，保险资产配置比例和规模的提升，这一长期逻辑确定较大。

表 3：中国中等收入人群规模演变趋势

	家庭年可支配收入（参照 2018 年人民币实际价值）	2010 年中国城市人口达标数量（单位：百万）	2018 年中国城市人口达标数量（单位：百万）
全球富裕	>39w	6	16
富裕	29.7w~39w	3	10
大众富裕	19.7w~29.7w	10	63
宽裕小康	13.8w~19.7w	34	311
小康	7.9w~13.8w	403	257
新晋小康	4.9w~7.9w	134	89
温饱		79	72
宽裕小康及以上人口占比		8%	49%

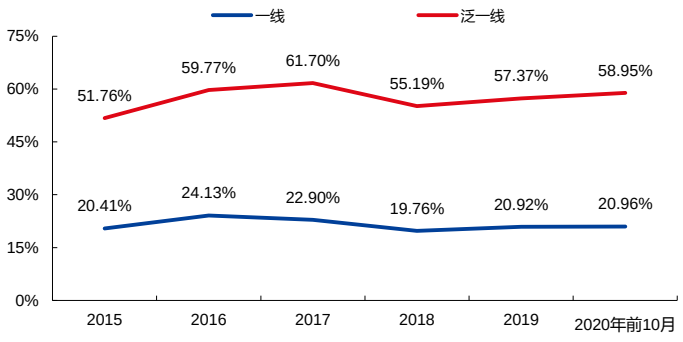
资料来源：麦肯锡，华金证券研究所

（二）市场分层愈发明显，传统中间层受到挤压

下沉市场保费贡献转向或传递新的讯息。财产险方面，我国泛一线城市[2]的保费贡献比近 5 年来一直维持着相对稳定的比例，近两年来有所下滑，2020 年前 10 月一线/泛一线城市财产险保费贡献比 13.34%/39.74%。人身险方面似乎有新的转变，今年以来一线及新一线城市保费份额提升明显，分别占比 25.17%/69.54%。我们认为，今年以来疫情对泛一线城市以外的广大地区拖累严重，实际收入水平的下滑暂时压制保险需求。

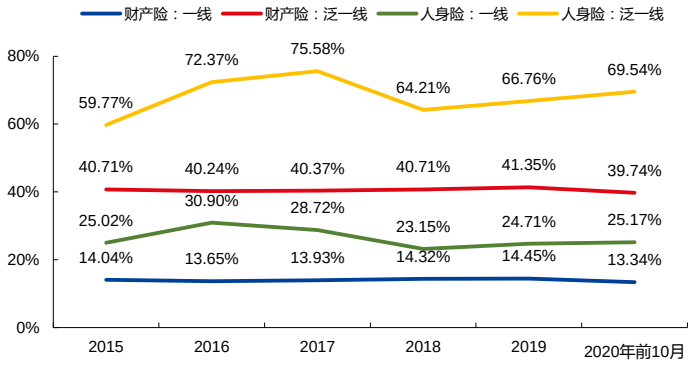
下沉市场的表现，也使得我们必须认真去思考，市场空间和挖掘力度的匹配性有多高。即诸多研究报告均指明，下沉市场空间广阔，然而这正如当年拼多多在“五环外”的挖掘引发的争论。下沉市场的逻辑虽然强势，但对头部险企来说，是否有足够的精力去耕耘，投入产出比才是我们需要关注的。下沉市场具备非常明显的长尾特征及集群特征，即潜在客户规模庞大，所能挖掘的人均保费潜力较低，此外对风险覆盖的诉求单一，价格敏感性高度统一。简言之，此类客户是追求性价比的极致，且客户粘性较低，品牌忠诚度低。

图 12：我国一线及泛一线城市保费贡献比



资料来源：各地银保监局，华金证券研究所

图 13：我国一线及泛一线城市财产险及人身险保费贡献比



资料来源：各地银保监局，华金证券研究所

今年以来，下沉市场出现新的变化点是“惠民保”的出现。“惠民保”的火爆无疑是保险行业萎靡态势下的一抹亮色，“惠民保”即城市定制普惠型医疗保险，其是建立在**社会医疗保险基础上的重特大疾病补充医疗保险，即针对基本医疗参保人员[3]推出的。**慧保天下数据显示，截至 11 月底，全国已经有 140 多城开通“惠民保”服务，覆盖人群达 2000 多万，保费收入超 10 亿元，由此可见“惠民保”件均在百元之内。主流的方式为一城一策，不过也有诸如安徽省于 11 月 20 日发布的“皖惠保”这种省级“惠民保”。“惠民保”主要有三种模式：1）政府主导型，2）政府指导型，3）商业运营型。其中政府主导型，也是“惠民保”发端的原因，2015 年由深圳市推出的“深圳市重特大疾病补充医疗保险”，彼时由深圳市多政府部门联合，向保险公司进行采购。虽然“惠民保”多采取一城一策的方式，具体的细节有所差异，但是总体上逻辑相仿。从定位上看，“惠民保”作为普惠型保险产品，是构建多层次医疗保障体系的重要一环。

表 4：部分已经开展“惠民保”省市统计

省份	地区
广东	广州、深圳、佛山、珠海、惠州、东莞、潮州、云浮
江苏	南京、苏州、连云港、盐城、泰州、南通
浙江	杭州、宁波、温州、台州、嘉兴

[2]第一财经口径，一线为北上广深 4 城，新一线选取 2016-2020 年入围城市共 20 城，合称泛一线
[3]卫健委数据，我国基本医保覆盖 13.5 亿人口，参保率达 95%

省份	地区
四川	成都、德阳、自贡
福建	福州、厦门
湖南	长沙、株洲
安徽	合肥、芜湖、亳州、全省（皖惠保）
贵州	贵阳、遵义
广西	全省
海南	全省
湖北	全省
山东	全省
河南	许昌
辽宁	沈阳
宁夏	银川

资料来源：华金证券研究所

“惠民保”向我们展现出下沉市场的另外一面，市场广阔且集中，用户购买意愿在绝对低价面前提升。“惠民保”于 2015 年由深圳市推出，2019 年广州、佛山、惠州、南京四地接力，而 2020 年爆发的原因，是多方合力的结果，尤其是在今年，疫情对健康险需求的催化效应被放大。但是其规模相对较小，盈利能力尚且需要持续关注。据我们草根调研得知，部分产品在设计之初并没考虑盈利能力如何，甚至在前期测算中处于亏损状态，在政府指导下普惠意义浓厚。某大型险企对此类产品的态度也即是边走边看，参与市场而不过多分散精力。我们举个简单的例子来一窥惠民保的吸引力，以北京的“京惠保”为例。

“京惠保”产品是北京市委社会工委市民政局、北京市大数据管理局和中关村科学城管理委员会的指导下推出的，由北京人寿和安盛天平联合承保。此款产品无承保年龄限制，也没有等待期，更无须体检。保障内容是：1）住院医疗费额度 100 万，免赔额 2 万，赔付比例 100%；2）17 种特药费用额度 100 万，无免赔额限制，90%赔付比例。而一年的保费仅需 79 元，在绝对低价面前产品性价比凸显。

图 14：京惠保宣传页面



资料来源：网站，华金证券研究所

“惠民保”的出现，可以说是有效填补下沉市场商业保险领域与社会保障领域的一部分空白。一方面，多年来保险的强渠道特性使得保险营销的负面标签在短期内无法扭转，民众对购买保险一定的抵触心理；另一方面，医保账户的使用效率受到饱受质疑，“惠民保”对接医保账户，可有效盘活医保资金使用效率。政府在主导或参与“惠民保”上市的过程中，给予一定的医保数据资源支持，而我们认为底层数据的获取对险企来说至关重要。保险公司参与“惠民保”，可以以低门槛和低价格的优势，在政府背书下，激发下沉市场潜在需求，以较低的成本盘活大量下沉市场潜在客户，提升保险公司知名度。

我们在谈论“惠民保”的火热，并不是说明此类业务的吸引力（盈利性仍存疑），而是以此证明下沉市场的开拓并非易事。同时也表明，今年以来疫情对保险需求的抑制，主要是居民收入水平的下滑，那么这种需求的抑制是暂时的，并不代表市场不存在或者消失。从“惠民保”的火爆可以看出，在绝对低价+政府背书的双重刺激下，民众购买保险覆盖风险的行为再次被激发。那么，对下沉市场的探讨，就不仅限于简单产品的复制下沉，还要考虑到产品的设计包括保障范围、定价区间等，以及火热的“互助平台”也对下沉的保险市场造成极大的冲击。蚂蚁集团研究院发布的《网络互助行业白皮书》显示，2019 年我国网络互助平台的实际参与人数达 1.5 亿人。

毫无疑问，下沉市场的加速离不开以蚂蚁“相互宝”及水滴公司“水滴互助/水滴筹”等平台的教育，互联网渠道有着天然的流量优势，获客成本低，能天然触达底层市场，除此之外保险教育激发了中间市场的购买动力。近两年来，第三方中介平台层出不穷，“慧择”作为第三方保险产品经纪商已经赴美上市，其典型的特征是将保险产品的选购作为产品超市，供客户比价购买。其他诸如“小雨伞”、“i 云保”、“保险师”等也以专业保险分析为流量入口，为客户提供多种选择。“比价”的出现，意味着下沉市场对中间市场的冲击真正显现，以往这一市场主要依靠代理人去推销，当产品设计以保险和储蓄双重功能，细节上捆绑多款产品时，客户的区分难度大大增加，相应产品的价值率得以拔高。第三方平台的冲击在于，其附带的产品分析虽然带有一定的倾向，但专业性方面往往并不差，这就让本身处于信息不对称下的消费者有了极大的选择余地。保险公司传统的客群逐步受到蚕食，近两年来重疾险的价格竞争就是一个明显的例子。可以看到，平安福 2019 年第二次版本已剔除之前强制捆绑的长期意外险，且在 2020 版本中将保费调低。虽然我们认为，上市险企在未来的竞争中，必当以“保险+”的大健康生态胜出，但短期看对传统客群的丢失似乎是心有余悸。

更为严重的是，互联网平台对传统保险的倾蚀，已经由市场向人才进行全方位渗透，近一两年来，诸多传统保险公司高管纷纷出走互联网平台。保险公司高管出走互联网平台，不仅可以带去保险运营的专业知识，针对传统险企的痛点做出改善，实行针对性打击，比如对价格相对敏感的城市新兴白领阶层，可以产品分析的形式吸引其购买保险，做到精准营销。平台的保险比价一方面满足了该类人群“自学自买”的心理特点，另一方面刚步入社会对保险产品的性价比追求较高，对传统代理人的粗暴营销相对抵制。

表 5：近两年来传统保险公司高管跳槽互联网保险平台

姓名	原公司	离职去处	离职时间	备注
任汇川	平安集团副董事长	腾讯高级顾问	2020 年	初步负责探索腾讯保险业务
蔡强	友邦保险区域 CEO	微医董事会副主席兼 CFO	2020 年	分管集团财务、投融资及保险事业群
曾卓	众安保险高级副总裁	美团保险业务负责人	2020 年	

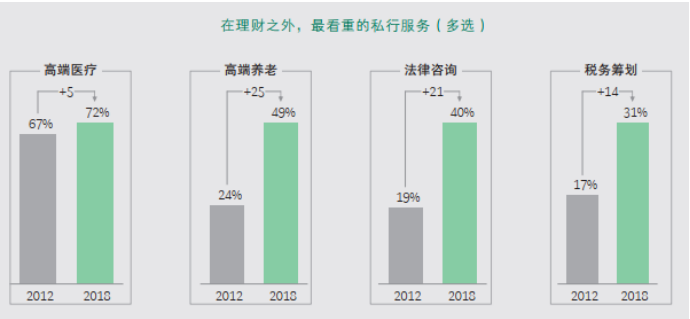
姓名	原公司	离职去处	离职时间	备注
黄晓强	泰康人寿综合开拓部副总经理	泛华	2020 年	负责赋能中小中介机构的“凤凰计划”
钟诚	安心保险总裁	轻松集团联席 CEO	2019 年	
滕辉	众安在线总精算师	水滴总精算师兼水滴保产品精算负责人	2019 年	
李佳	大都会人寿中国首席市场运营官	水滴保险销售副总裁	2019 年	

资料来源：华金证券研究所

市场目前分化持续加速：1）最明显的是下沉市场的需求持续扩张，此类人群价格敏感度较高，市场开拓的难度不小，属于长尾客群；2）互联网平台包括自媒体的崛起，使得原有中间客群部分出现松动，“比价”的出现对代理人渠道的冲击不容忽视。如此推演之下，高端客户市场似乎值得关注。实际上，高端市场的逻辑从诸多消费品领域均可简单复制。高端客群的价格敏感度更低，追求的更多是品质和服务，且品牌忠诚度较高，由此给公司创造的价值也更高。故我们认为，在下沉市场“普惠化”及中间市场受到“比价”的倾蚀威胁下，高端市场的挖掘值得重点关注。

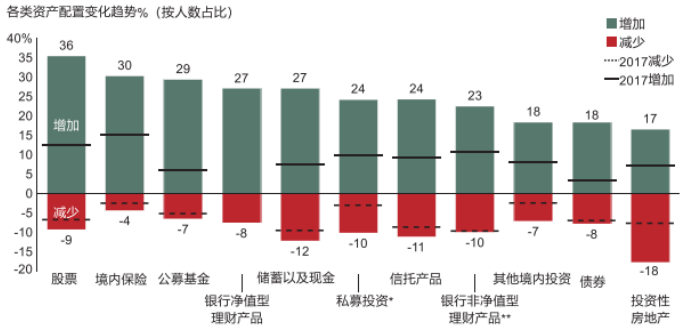
BCG 和建行联合发布的《中国私人银行 2019》预计，高净值个人可投资资产将维持年化 16%的快速增长，高于社会整体财富增长，2023 年有望达 82 万亿人民币。通过对建行自有高净值客户分析，40~59 岁是主力、占比高达 66%。伴随着高净值客户的年龄增长，对养老和医疗的需求日益加大，实际上报告也显示，高端医疗仍是客户最看重的增值服务。这也正是我们在上文所论述的高端市场“保险+”大健康生态的重要一环。以招行和贝恩发布的《2019 年中国私人财富报告》来看，未来 1-2 年国内高净值人群对保险资产的配置热情位居行业第二。

图 15：高端医疗和高端养老持续受到高净值客户关注



资料来源：BCG-建行《中国私人银行 2019》，华金证券研究所

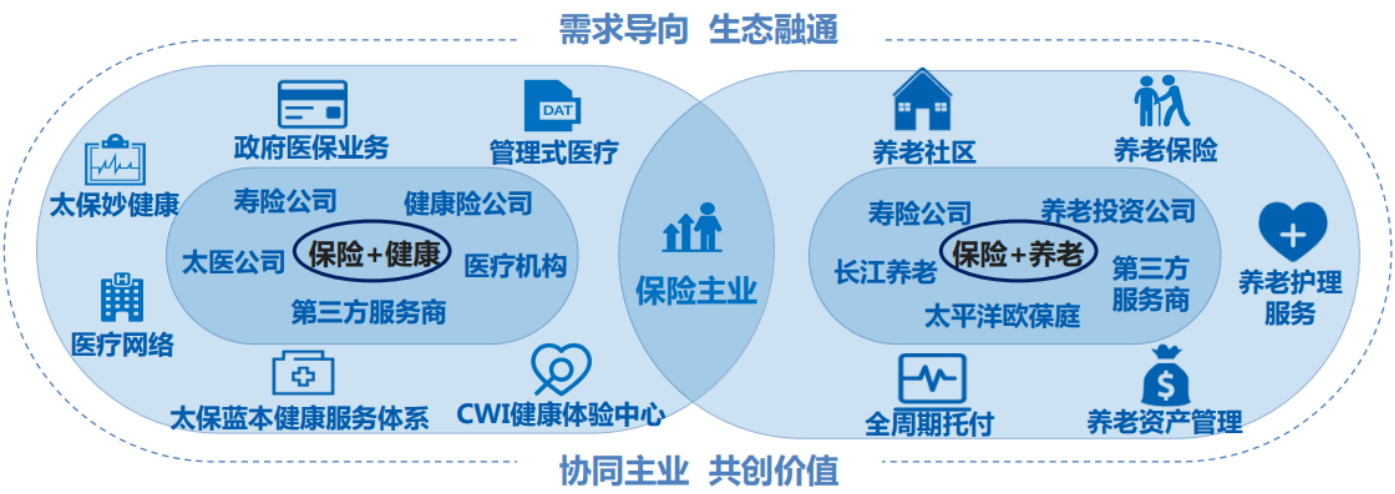
图 16：未来 1-2 年保险资产配置受到高净值客户青睐



资料来源：贝恩-招行《2019 年中国私人财富报告》，华金证券研究所

高客市场的诱人之处在于其竞争格局良好，目前看来头部险企玩家更能胜出。高客市场所需要的的不仅仅是产品，而险企提供的产品也必须依靠背后的康养与医疗资源结合才能真正把握高净值客户。我们更应该看到，保险公司的主业是经营管理风险，**切入养老及健康领域可以反哺保险主业。**以平安为例，以互联网医疗健康为切入点，打造医网、药网、信息网三网合一的新型健康产业链。2020 年 9 月平安好医生正式推出“平安医家”子品牌，将旗下私家医生、医生工作台等服务整体升级，打造服务用户和医生的双平台。2020 年中报数据显示，平安好医生累计合作医院超 3700 家，其中三级医院近 2000 家，合作药店超 11.1 万家，覆盖全国 371 个城市。我们以太保于 2019 年基本市场开放日发布的示例图来看，保险+养老/保险+健康，实现大健康生态的闭环才是生态圈该有的形态，而对高净值客户犹然。

图 17：太保打造“保险+健康+养老”生态圈



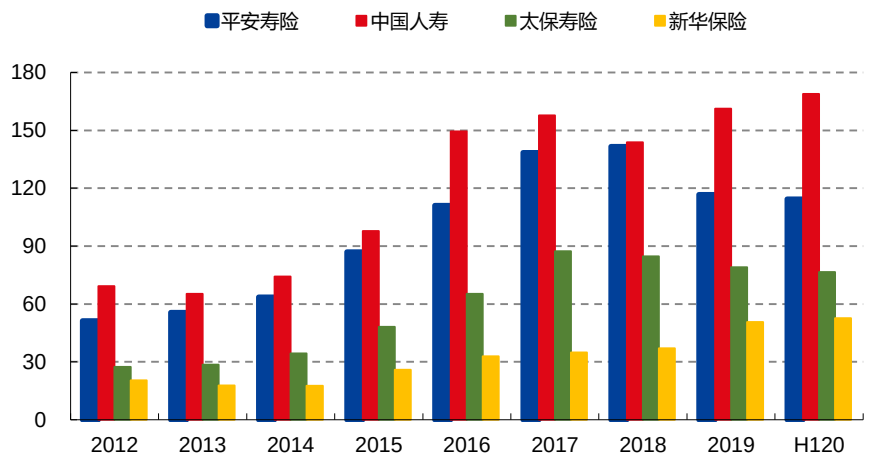
资料来源：太保《2019 年资本市场开放日材料》，华金证券研究所

其实对保险市场分层的探讨由来已久，我们再次强调是因为，保险是强渠道强供给，在代理人粗放式增员带来新单保费持续增长后，险企似乎已经形成了路径依赖。我们可以说，互联网的崛起，尤其是移动互联网的崛起，使得信息的传播效率大大提升。以往的保险信息不对称情形也在减弱。这就是为什么我们看到，近几年头部险企纷纷改革代理人渠道，做分层以提质，或是主动或是被动，已成既定事实。

伴随着第三方经纪平台对上游定价权的抢夺，头部险企代理人的分层或主动或被动的加速推进，头部代理人精英化已成趋势。以代表高产量的 MDRT 人数来参考，友邦中国目前在内地排名第一，今年永达理保险经纪强势超越平安排名第二。对头部销售的抢夺已成白热化趋势。从渠道方面来看，下沉市场的保费呈现出绝对值较低的特征，故而无法通过佣金激励来挖掘市场，人力的投入性价比较低，这时互联网的低成本拓客优势尽显。

由市场到渠道，影响路径已经明晰。【下沉市场】追求绝对性价比，价格敏感度极高，“百万医疗”及“惠民保”系列产品或是不错的选择，此外互助平台有望在监管下迎来良性发展，若监管趋严则可释放部分潜在用户回流至短期健康险的选择，在此环境下互联网是更好的选择。【中间市场】受到互联网平台的冲击，各家险企需要作出特色化/差异化的产品，平安福的价格一直以来饱受争议，但是其模块化的选择对于新市场的开辟功不可没。在此影响下，代理人的专业性以及公司产品的差异性尤为重要，我们看好这类渠道代理人的改革更倾向于对市场的把握。【高端市场】代理人实行精英化，能结合高净值客户的家庭情况，给予全方位的风险管理建议提供。同时能反馈至供给端，以提供定制化的服务。

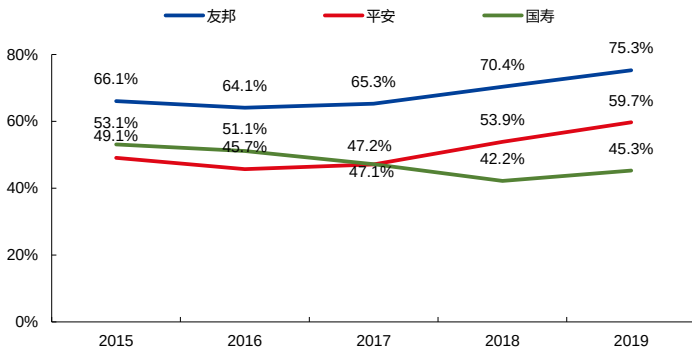
图 18：上市四大险企代理人团队合计达 412.71 万人（H120）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

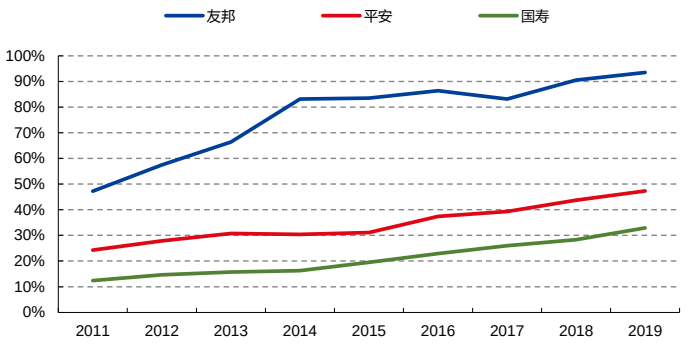
高端市场开拓可以极大提升渠道的盈利能力，招行的零售金融在发挥威力后，各大银行纷纷开启零售转型。同样友邦的最优代理人，讲究的是端到端的链接，以高端代理人对接高净值客户，友邦的模式不是无法复制。虽然高端代理人市场的开拓并不比下沉市场简单，反而可能更难，友邦于 10 年前开启代理人整改时，起初的两三年也是亦步亦趋，代理人脱落引人担忧。但是高端市场的回报更加诱人，也更持续。数据对比来看，友邦代理人渠道 NBVM 远高于平安及国寿，其较平安高达 15pct、较国寿高达 30pct。以友邦中国来看，在分改子之前，其在上海、北京、广东、深圳、江苏等地展业，高净值客户众多，公司主打全佑系列重疾险产品，以打包保障为主要亮点，涵盖重疾、身故、老年长期护理等多重保障，产品较同业溢价 10%~30%。友邦中国于 2018/2019 年 NBVM 均突破 90%，远超平安及国寿。

图 19：友邦代理人渠道 NBVM 远高于平安及国寿



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 20：友邦中国 NBVM 与内地险企相比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

我们旗帜鲜明的认为，目前保险行业市场分层在加速进行，发展高端、守住中间、抢占下沉势必需要不同的渠道策略。我们看好代理人渠道的提质增效，以及互联网线上平台的展业。在放开外资保险进入后，一线城市的竞争或将加剧。尤其是友邦分改子之后，将突破异地经营的桎梏。代理人渠道改革刻不容缓，保险销售渠道的精耕细作模式已然来临。

渠道改革来看，头部险企已然在行动。中国平安持续推进优才计划，优才产能是普通代理人的 1.7~1.8 倍，晋升速度也相对较快，今年在疫情承压之下公司尚且推动代理人渠道精简，策略执行坚定，后续产能释放可期。中国太保在 2.0 战略时即提出，打造“三支关键队伍”，今年以

来继续执行优质增员，并挂牌成立培养顶级营销员的 CG 学院，打造高端代理人，对接高端市场。国寿及新华在代理人策略上也已迈入提质增效的阶段，我们预计两家在夯实人力的基础上，大规模增员的可能性不高，做好存量代理人的优化及提升新增代理人准入门槛是接下来的工作重点。

表 6：上市险企代理人策略

公司	策略（从外延到内生）
中国平安	持续推进优才计划，实现团队的年轻化与专业化，学历要求大专及以上。优才产能是普通代理人的 1.7-1.8 倍，晋升速度是 2-3 倍。通过 AI 技术等加强增员管控、严格清退机制；加快科技应用，吸引高素质人才，实现有质量的人力发展
中国人寿	一方面坚持代理人提质扩量不动摇，另一方面强化高素质年轻人招募。Q2 开始加强线下考核，个险通知各省清虚。人力规模上涨动力不足，下阶段把好增量入口优化存量管理。
中国太保	打造三支队伍根据公司顶层设计有序推进中，“基本法”根据转型情况升级，细化到针对不同地区的不同区域。首创业内专属营销员节日-616 伙伴日，挂牌培养顶级保险营销员的 CG 学院，吸收中小企业主、销售从业人员及其他行业管理人员加入营销团队。同时，年底开门红时期，跨年优增方案开启，代理人迎来高质量增员。
新华保险	在 2019 年人力大增的基础上，2020 年人力提质增效加速，主动清虚。二季度提出三化要求：年轻化（队伍更年轻有活力）、城市化（中心城市）、专业化（学历）。三季度严格按照基本法要求，进行人力置换。

资料来源：各公司网站、公众号综合整理，华金证券研究所

我们在前文中论述，2020 年的行情演绎以基本面为支撑，核心关注 NBV。NBV 的影响二因子来看，FYP 和 NBVM。FYP 取决于渠道的规模和产能，NBVM 取决于保单的性质，不同的保单也归结于不同的渠道。整体来看，代理人渠道的承压再次下行的可能性低于上升（基于线下社交正常化及改革效应逐步显现），由此带来的产能提升是关注点，此外保单的质量，表现为储蓄+保障混合型产品的售卖也将随着宏观经济的稳步恢复得以回升。

基于上述论断，我们认为平安和太保无论在 FYP 还是 NBVM 的修复上预期都较为明显；新华在银保上的诉求反映出其业务策略有变，继而决定其价值上升空间有限，而规模再次大幅上行的可能性较低；此外国寿囿于庞大代理人的管理改革，叠加精耕细作的效应具有一定滞后性，对 2021 年大幅改善的预期并不强烈。

三、财产险-车险综改下行业承压，非车业务动力不足尚待挖掘

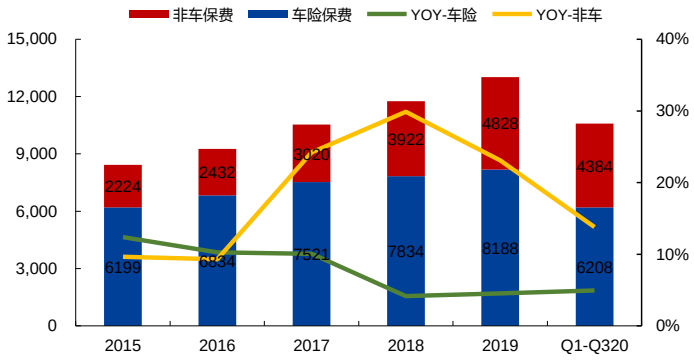
（一）车险保费萎靡、非车业务承压

财产险保费端来看，受疫情的影响相对较弱。财产险的保费核心来源是车险，近几年来随着新车销量增长萎靡，以及商车费改下件均保费的下滑，车险保费呈现出弱增长的态势。近五年来看，车险保费占财产险公司保费比由 2016 年的 74%下滑至今年前三季度的 59%，近三年来更是下滑至 5%以下同比增速。车险业务略显颓势的状态下，非车业务扛起保费增长大旗，但今年前三季度保费同比增速也下滑至 20%以下。非车业务中，健康险保费今年前三季度同比+38.29%至 968 亿元，占非车业务比达 22%，成为继车险之后的第二大险种。

财产险公司健康险的高速增长起于百万医疗险的爆发，今年“惠民保”产品火热彰显出下沉市场的潜力，虽然保费贡献不多，但彰显出市场空间的意义明显。前三季度财产险公司健康险同比增速高于人身险公司的 14%，我们认为疫情的影响着实提升了民众了健康风险管理意识，但是从实际的保险购买来看，作为可选消费品的保险依然受到实际收入的制约，财产险公司经营的为一年期医疗险，有着保费低/保额高的优点，对于中低收入人群有着覆盖风险的吸引力。

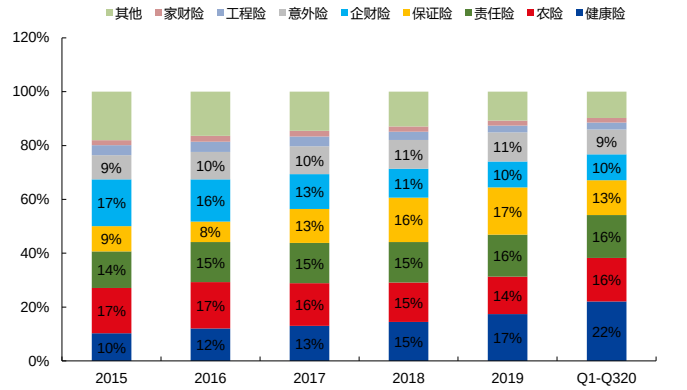
其他非车业务如农险，受政策影响较大，且行业竞争格局相对稳定；保证险受今年宏观环境影响，前三季度保费同比-9.71%，同理意外险在出行频次降低下出现下滑；家财险和企财险表现一向疲弱，基于供给和需求双端均弱，短期内大幅增长的可能性较低。整体来看，非车业务今年前三季度保费同比+13.78%，较去年全年增速下滑 9.31pct，增长动力有所不足。

图 21：财产险公司保费构成（亿元）



资料来源：银保监会，华金证券研究所

图 22：非车业务构成



资料来源：银保监会，华金证券研究所

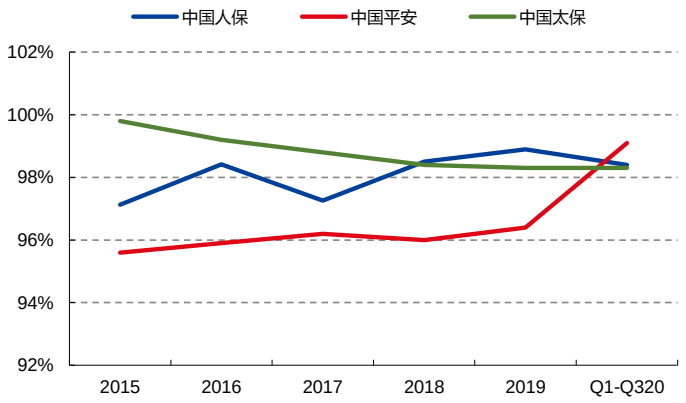
（二）车改新规长期利好行业、短期乱象仍存

目前对财产险行业最大影响当属商车费改新规，**行业改革初衷是预期赔付率提升、费用率下滑。**此次新规最普遍的影响便是车险降价，主要系无赔款优待系数，将考虑赔付记录的范围由前 1 年扩大到至少前 3 年，并降低对偶发赔付事件的费率上调。NCD 系数的调整很大程度上让利消费者，**短期内对件均保费压制明显。**此外重新测算商业车险纯风险保费，基准保费或较大幅度下降导致，引导至终端签单价格，商车保费承压。**结合我们调研及诸多保险自媒体数据，2021**

年车险保费下滑幅度或高达 20%。保费下滑和赔付提升有望带来赔付率的主动/被动提升，费用率进一步优化。

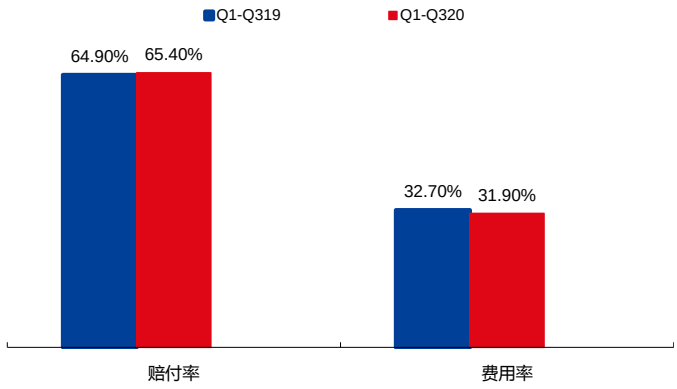
从对上市险企的影响来看，短期车险保费承压、或延续至明年。我们以年度数据作为观察，2019 年整体车险保费 8183 亿元、占财产险保费收入的 63%。其中老三家人保财/平安财/太保财分别为 2629/1943/932 亿元，合计占行业总体达 67%，行业保费高度集中。而财产险尤其是车险，在条款标准化及服务同质化双重因素下，价格乱战不止，在行业综合成本率常年高居 99%，2019 年在严监管下优化至 99%以下，老三家则为 96.7%/97.2%/97.9%。平安及太保较高的车险比重短期内承压大于人保。**我们通过调研线下多地渠道得知，车险新规正式落地后，仍存在以费用抢占市场行为。这意味着短期来看，车险行业不仅面临着保费增速下滑的境地，同时，综合成本率优化的预期可能减弱。**我们对明年车险行业的表现不甚乐观，但长期来看，商车费改有利于引导车险行业定价的科学化和可持续发展，**同时投保率提升、新车销量恢复及商车险需求层次的提升都有望对冲因费改带来的件均保费下滑。**对上市险企来说，风控能力、定价能力以及销售能力相较同业更强，韧性更足。

图 23：老三家综合成本率走势



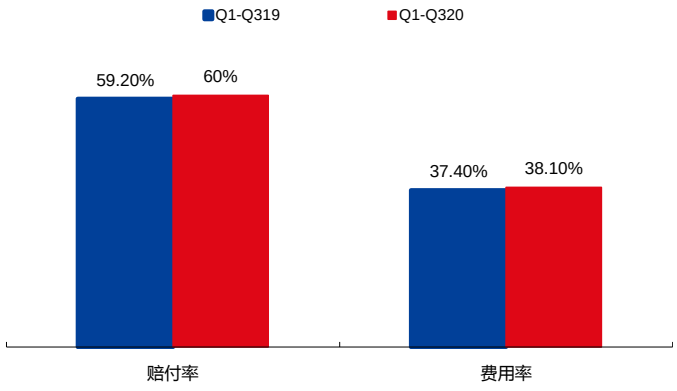
资料来源：公司公告，华金证券研究所（太保财为 H120 数据）

图 24：人保财费用率优化 80bp



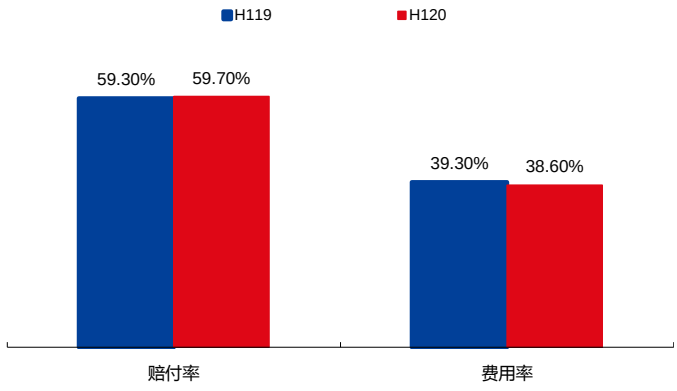
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 25：平安财费用率提升 70bp



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 26：太保财费用率优化 70bp



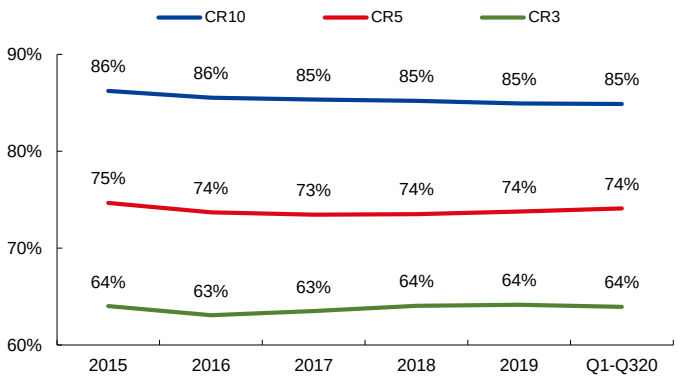
资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）行业格局稳固、老三家强者恒强

财产险公司的竞争格局相当稳定，财产险保费中前十大公司近五年来一直稳稳贡献 85%左右的保费，前三大人保财、平安财、太保财分别贡献了 33%、21%、10%左右的保费。而从财产险公司的数量来看，2015 年为 65 家，截至到今年 9 月末为 88 家，险企数量的增多并没有蚕食头部公司的市场份额。而从盈利层面来看，头部险企优势更为明显，人保财、平安财、太保财今年上半年净利润占披露的 82 家财产险公司的 93.93%，如果剔除亏损的公司，则占比在 80.90%，而在 2015 年的时候，占比则分别为 59.95%和 61.64%。

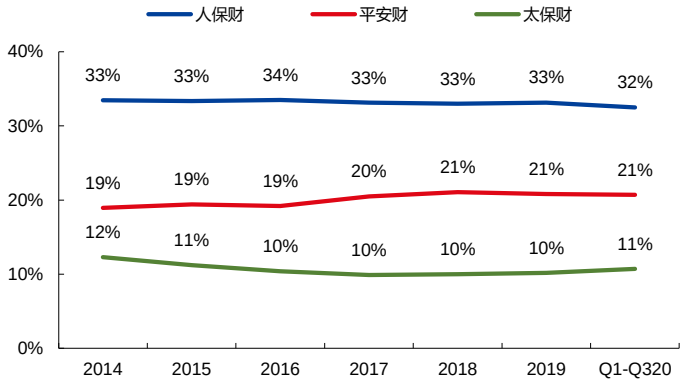
财产险行业有着明显的规模效应，目前老三家规模与利润两手抓。无论是新业务开拓还是存量业务经营都游刃有余，哪怕在市场竞争极度恶化的情况下韧性也更足。可以看到，在充分竞争的财产险行业，老三家的利润在行业中的占比提升明显，这就意味着在恶性竞争中，中小险企受到的负面冲击更大。先市场后利润的策略，对头部险企更为有用，其在费用支出层面有更大的退让空间。而在行业竞争态势好转后，头部险企也能受益利润蛋糕做大。

图 27：财产险公司保费集中度高度稳定



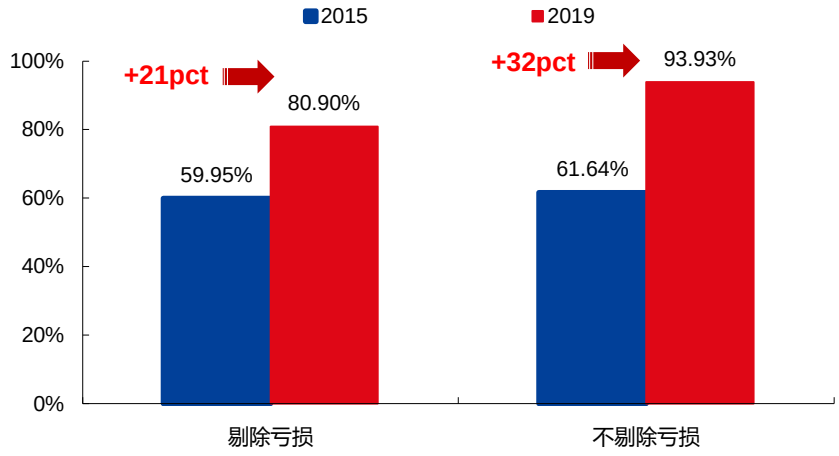
资料来源：银保监会，华金证券研究所

图 28：CR3 人保财、平安财、太保财保费份额



资料来源：银保监会，华金证券研究所

图 29：CR3 公司人保财、平安财、太保财净利润占行业比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

综上所述，**我们对明年财产险行业的表现偏谨慎**，主要系车险保费或出现较大幅度下滑。此外，渠道调研的信息似乎也说明，目前车险价格竞争仍未现好转态势。因此对险企综合成本率的预判需密切跟踪终端渠道情况。对非车业务的展望来看，险企对市场开拓的动力仍是最主要的因素，2020 年非车动力不足，2021 年在车险业务承压下险企势必加大非车业务开拓。

四、投资策略：看好寿险、关注产险改善

（一）短期改善及长期空间均指向寿险

进入到 11 月份，板块跨年行情持续演绎，个股表现的分化开始收敛。6 月底 7 月初，长端利率迎来持续性上涨后，叠加二级市场情绪高涨。强贝塔属性的国寿和新华涨势喜人，11 月份以来，平安和太保迎来修复性上涨。我们认为此轮上涨的逻辑是 2021 年保险股行情演绎的主逻辑，即负债端的同比改善预期持续强化。随着疫苗研发的持续推进，以及新冠疫情相较今年进一步恶化的可能性极低，宏观经济持续恢复已成市场共识。货币政策的边际宽松大概率不如今年，保险板块的β收益将会受到影响。**由此 2021 年的市场表现中，业绩将成为险企改革成效的试金石，也因此是市场表现分化最主要的原因**，核心指标仍在 NBV，FYP 及 NBVM。

长期视角来看，我国居民金融资产配置规模及比例持续提升，保险资产配置得益于整体市场的扩大。市场整体扩大背景下，分层已经在加速。【下沉市场】具备非常明显的长尾特征及集群特征，即潜在客户规模庞大，所能挖掘的人均保费潜力较低，此外对风险覆盖的诉求单一，价格敏感性高度统一。简言之，此类客户是追求性价比的极致，且客户粘性较低，品牌忠诚度低。【中间市场】下沉市场对中间市场的挤压逐渐加剧，下沉市场“普惠”产品吸引部分中间市场的客户；此外中间市场受到互联网平台“比价”的冲击相当明显，随着 90 后及 00 后保险配置意识提升，其行为特征也更偏互联网化影响下的一代。【高端市场】在下沉市场“普惠化”及中间市场受到“比价”的倾蚀威胁下，高端市场的挖掘值得重点关注。

由市场反作用至渠道引发的改革迫在眉睫，如不主动改革，先发优势殆尽。我们走访多家中小险企，进行调研得知，第三方中介平台今年依旧延续强势风格。部分中小险企在重疾险的价格竞争中处于亏损经营，而今年平台定制型储蓄年金/终身寿险等，平台的话语权依旧较高。我们认为，代理人渠道的缺失，自有平台的低流量及低转化率，导致中小险企在规模与价值的平衡中举步维艰。由此来看：【下沉市场】面对“普惠”型的需求，互联网渠道或是最好的选择。【中间市场】代理人的专业性以及公司产品的差异性尤为重要，此类渠道代理人的改革更倾向于对市场的把握。【高端市场】代理人精英化，能结合高净值客户的家庭情况，给予全方位的风险管理建议提供。

综上所述，在市场在进一步壮大的路途中，加速分化已是既定现实。“农村包围城市”的大环境下，高端市场成为险企抢占利润的高地。市场分化导致代理人渠道主动或被动的持续进行改革，改革的坚定性更为重要，尤其在疫情的影响下。我们看好高端市场的布局、中端传统市场的革新以及下沉市场的互联网化。

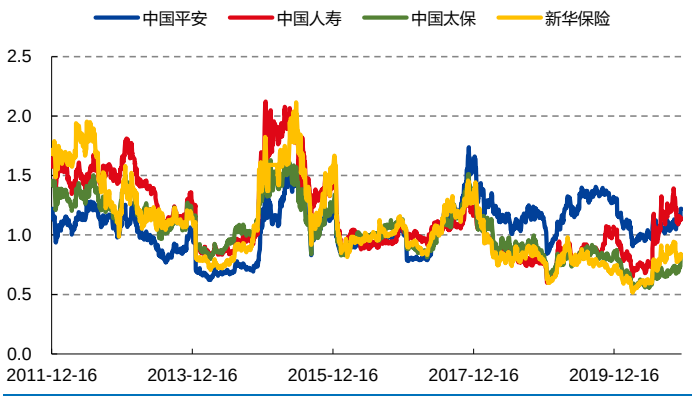
而对财产险行业，我们持观望态度，主要系核心车险保费增速在 2021 年或出现较大幅度下滑，非车业务并未出现强势增长的细分领域。此外车险费改落地后，险企综合成本率仍未见拐点，费用投放及价格竞争仍在持续。基于此我们对板块持偏保守的配置策略。

（二）估值持续分化

从估值水平来看，截至 2020 年 11 月 30 日收盘，平安/国寿/太保/新华对应 2020E P/EV 为 1.22x/1.14x/0.83x/0.83x，分别位于近五年来估值分位前 25%/前 11%/后 33%/后 41%，估值分化较为显著：1）国寿目前估值偏高，主要受益于 6/7 月份二级市场的高景气度，公司自由流通盘较小（占总股本 5%），对应自由流通市值 636 亿元[4]，强贝塔高弹性。今年以来负债端表现优异，唯一实现 NBV 正增长。2）平安合理偏上，主要系今年开门红期间表现萎靡，全年受疫情拖累及代理人改革，线下展业持续低于预期，近期低基数刺激估值持续修复。3）新华及太保均处平均水平以下，考虑到两家公司质地较平安有一定差距，估值承压相对明显。

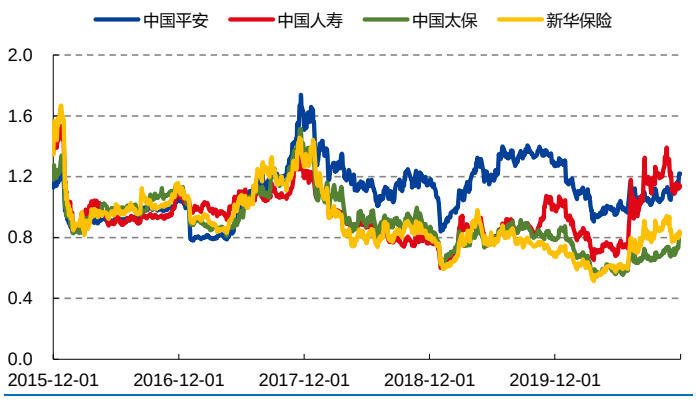
从估值切换的角度来看，预计 2021 年平安/国寿/太保/新华依次为 1.06x/1.06x/0.73x/0.74x，分别处于近五年后 43%/前 23%/后 18%/后 17%，除国寿位于平均水平之上，平安/新华/太保均位于平均水平之下。

图 30：近十年来上市险企 P/EV 表现



资料来源：华金证券研究所

图 31：近五年来上市险企 P/EV 表现



资料来源：华金证券研究所

结合基本面改善及估值水平，我们对 2021 年 A 股保险股的推荐顺序依次是中国平安、中国太保、新华保险、中国人寿。

中国平安：2019 年末收官拉长以保住年度 NBV 增长，释放部分新单红利，叠加代理人改革，1 月保费同比-13.74%，其中个险新单同比-14.90%。今年平安提前一月启动开门红，疫情压力下对短储类产品有所松动，保障期缩短以提升吸引力。平安坚持做长期正确的事情，持续不断推荐代理人渠道改革，短期承压不改长期向好趋势。2020 年 1 月乃至 Q1 同比增长改善确定性大，有望走出 α 收益。

中国太保：太保自启动 2.0 战略以来，坚持打造“三支队伍”，做代理人的分层，正符合我们对渠道改革的描述。太保 90%以上的保费来自代理人端，代理人端的表现对公司价值创造至关重要。受疫情阻碍最大，同时待疫情缓解，弹性也最高。今年提早两月开启开门红，目标明细，目前已启动开门红第二阶段产品-月添福月缴型年金保险。行情演绎有望延续至 1 月乃至 Q1，我们看好公司 2021 年同比低基数下的改善效应。

新华保险：重启银保趸交，在疫情持续影响下，公司银保端发力，同时由于银保受疫情影响小，公司颇为受益。对 2021 年的展望，我们认为公司将向价值逐步靠拢，随着业务策略的转型，价值率在今年承压下会边际上行，但我们预计难以回到 2018 年公司着重健康险的高光时刻。

[4]取 2020 年 11 月 30 日收盘价对应市值

中国人寿：国寿今年的开门红面临着同期高基数+同业竞争加剧的威胁，公司推出四款开门红产品，以量取胜。但考虑到公司 160w+的销售总人力，后续代理人的管理难度不小，此外今年以来受益于强贝塔属性，估值已经处于历史较高位，我们持谨慎态度。

风险提示

我们认为目前保险业主要面临以下风险：1）长端利率持续上行幅度较大，对存量债券投资负面影响较大（浮亏加大）；2）代理人改革引发的脱落率大幅提升，导致改革不坚定，继而引发策略收紧；3）货币政策边际收紧，二级市场大幅回调

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn