

强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
中国平安	601318.SH	87.25	买入
中国人寿	601628.SH	42.2	增持
中国太保	601601.SH	36	增持
新华保险	601336.SH	59.82	增持

资料来源：万得，中银证券

以 2020 年 11 月 26 日当地货币收市价为标准

保险行业 2021 年策略报告

长期需求趋势不变，创新改革引导行业前行

2021 年保险开门红有望量价超预期。上市险企调整战略提前布局开门红，缩短缴费期限，叠加风险事件舆情影响，年金险较往年更具吸引力；行业内重疾定义及发生率落地，疫情下健康意识提升，有望刺激利好全年新单及价值率双项提升。

- **复盘保险股，疫情下的行业影响。**短期来看，寿险行业受疫情影响负债端展业，下半年负债端修复不及预期；叠加上半年对于资产端的负面影响，全年压制保险股估值。目前中国保险深度和密度与发达国家相比还有较大差距。**长期来看，下游保险行业市场发展潜力巨大，保险市场密度及需求均未满足。**
- **2021 年开门红有望量价超预期。开门红供给端：**上市险企战略调整节奏，更加重视开门红。**产品方面**大部分选择年金险，较以往产品缩短缴费期限及保障期限，吸引力增强。利用年金险销售提升代理人佣金，对队伍进行激活，提升留存率及活动率，有望在一季度新单增速提升。
- **供给侧改革:产品与服务创新改革并行。1)** 重疾定义及发生率新规落地，健康险供给端+需求端两端提升，或迎上半年销售提升。由于新旧定义及发生率的调整，部分公司已将原有重疾险产品下架，筹备开发符合新定义及发生率（2020 年版）的重疾险产品，供给端充分；需求端：新旧定义过渡，部分“炒停售”+疫情下健康意识提升，消费者购买欲望提升；**2）长期医疗险费率可调，健康险供给侧进一步丰富。3）**车险简政放权，大力下调车险附加费用率。
- **互联网渠道享有流量+场景优势，平台搭建有利于获客。**2020 年受到疫情冲击，隔离措施严重影响传统保险线下销售渠道。互联网渠道渠道在疫情期间优势凸显，同时拥有流量及平台优势的互联网渠道易于对于长尾客户、年轻网络用户进行健康保险意识培养，加速保险销售渠道向平台型互联网渠道转移。

投资建议

- 2021 年开门红有望量价超预期。**1）产品端：**开门红年金险更具吸引力。在利率下滑的环境变化下，竞品银行理财及货币基金收益率有所下滑，叠加近期风险事件中风险资产收益波动的负面效应，年金险等有“刚性兑付”属性的产品吸引力增强；2021 年开门红上市险企产品布局及节奏布局更加积极。相较于往年提前 1 月有余开展开门红销售，筹备时间重组。有望有效促进开门红销售规模提升；重疾定义及发生率不确定性落地，新定义及发生率下有望降价，利好消费者有望刺激保费增长。**2）2020 年开门红低基数下增速更具确定性。**由于 20 年开门红规模保费及新单增速有较大的负增长低谷；预计在疫情控制的环境下，公司经营恢复正常，有望在低增长基数下实现较高增速。

风险提示

- 保障型保险产品保费增速不及预期;市场波动对投资收益、估值的双重影响;利率下行带来的险企投资不确定性;疫情持续时间超预期。

相关研究报告

《上市险企 10 月保费点评》20201118

《上市险企 9 月保费点评》20201026

《车险综合改革正式落地》20201015

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融:保险

证券分析师：王军
(8621)20328310
jun.wang_sh@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

目录

一、复盘保险股：疫情下保险行业的影响 4

二、2021 年开门红有望量价超预期 6

2.1 开门红供给侧：战略调整更加重视，年金险更具吸引力 6
2.2 重疾定义及发生率新规落地，产品切换年确定 7
2.3 长期医疗险费率可调，健康险供给侧进一步丰富 8
2.4 车险简政放权，大力下调车险附加费用率 10

三、流量+平台场景，互联网渠道销售保险优势凸显 12

3.1 2021 年保费规模冲击需求，银保渠道贡献占比或将提升。 12
3.2 互联网渠道流量优势来势汹汹，平台场景搭建利于提升获客 12

四、投资建议 15

五、风险提示 16

图表目录

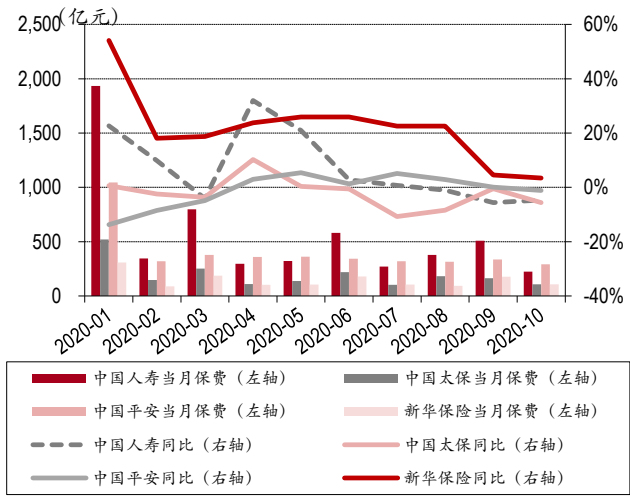
图表 1. 2020 年因疫情影响，上市险企保费增速出现分化 4
图表 2.疫情影响下，中国平安个险新单增速出现较大幅度负增长 4
图表 3. 保险行业 P/EV 全年处于低位 4
图表 4. 2019 年中国保险密度距离全球有 4 倍差距 5
图表 5. 2019 年中国保费收入占全球份额 4% 5
图表 6. 疫情期间，上市险企推出多重针对疫情的应对举措，但仍难以实质性逆转 6
图表 7.2021 年上市险企开门红产品 6
图表 8. 社会养老金缺口扩大+政策税收支持+个人养老金需求意识提升，长期储蓄型产品占比有望提升 7
图表 9.重疾险及重疾发生率表的起源 8
图表 10. 医疗险在健康险范畴中，为被保险人接受诊疗期间的医疗费用支出提供保障的保险 8
图表 11.监管健康险相关政策 9
图表 12. 长期医疗险及短期医疗险产品举例 9
图表 13.2005-2018 年我国车险成本率结构变化：综合赔付率逐步下降，综合费用率有所上升 10
图表 14.2013-2019 年商车增速逐步走低 10
图表 15.征求意见稿中增加 7 方面的保险责任 11
图表 16.2021 年由于上市险企保费规模冲击需求，有望重提银保渠道重要性 12
图表 17. 互联网人身险中寿险仍为主力 13
图表 18. 互联网健康险中费用报销型医疗险保险占比最大 13
图表 19. 第三方平台贡献 70%左右的互联网财险保费 13
图表 20. 互联网人身险保费 18 年恢复高速增长 13
图表 21.互联网保险平台合作伙伴的合作模式 13
图表 22. 公司保险平台上的创新保险产品组合 14
图表 23. 保险科技促成的保费及分摊金额规模 14
图表 24 公司保险科技平台收入 14
图表 25.上市险企估值表 15

一、复盘保险股：疫情下保险行业的影响

短期疫情对保险业务开展产生一定程度的冲击，全年保费增速节奏分化。此次疫情爆发时期，正处于各家保险公司进行开门红营销的关键时期。在疫情防控期间，代理人的线下展业基本停滞，对于一直依赖面对面展业的寿险业务造成较大冲击。**疫情下，上市险企保费增速分化加重。**少数险企提前布局 2020 年开门红，在 1 月份已经实现超预期保费收入增长。中国人寿及新华保险连续两年提前打响开门红预售，受到疫情影响相对较小。一季度中国人寿及新华保险新单增速分别为 16.4%及 136.5%。中国平安及中国太保一季度新单业务出现较大幅度负增长，一季度增速分别为-15.2%及-30.9%，下修全年新单增速目标。

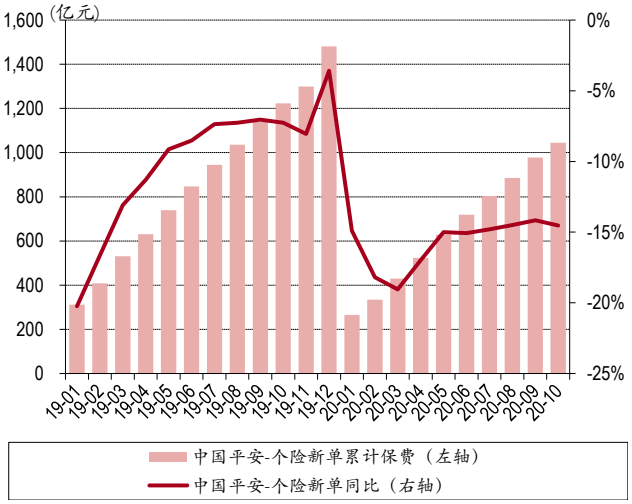
上市险企全年保费节奏分化严重，中国人寿及新华保险受益于疫情前期保费收入的积累，全年保费增速略好于同业。但寿险行业整体受到疫情影响负债端展业，下半年负债端修复不及预期；叠加上半年对于资产端的负面影响，全年压制保险股估值。

图表 1. 2020 年因疫情影响，上市险企保费增速出现分化



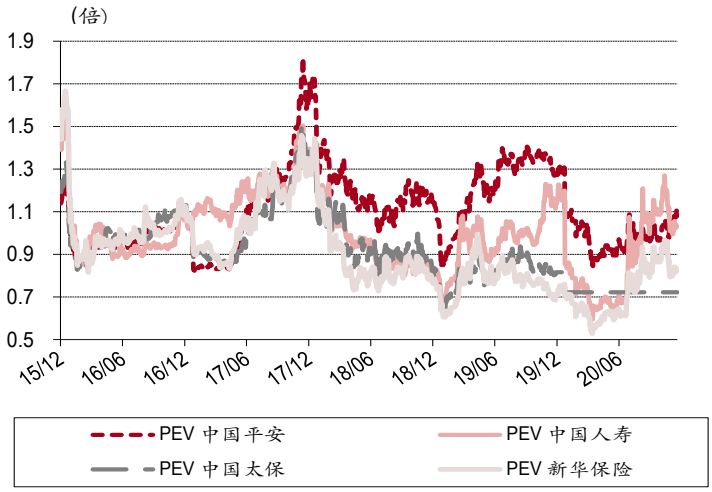
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2.疫情影响下，中国平安个险新单增速出现较大幅度负增长



资料来源：公司公告，中银证券

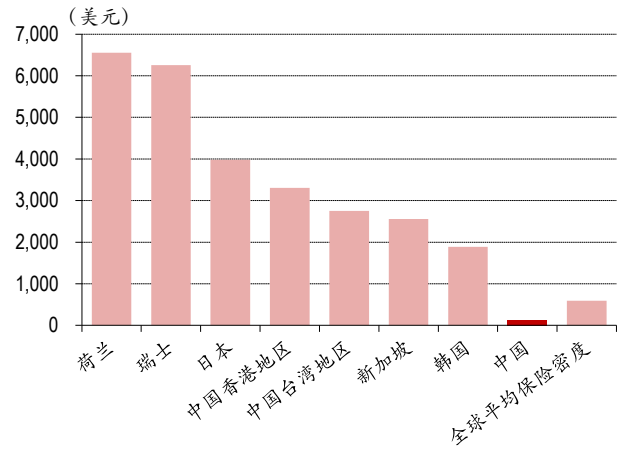
图表 3. 保险行业 P/EV 全年处于低位



资料来源：公司公告，中银证券

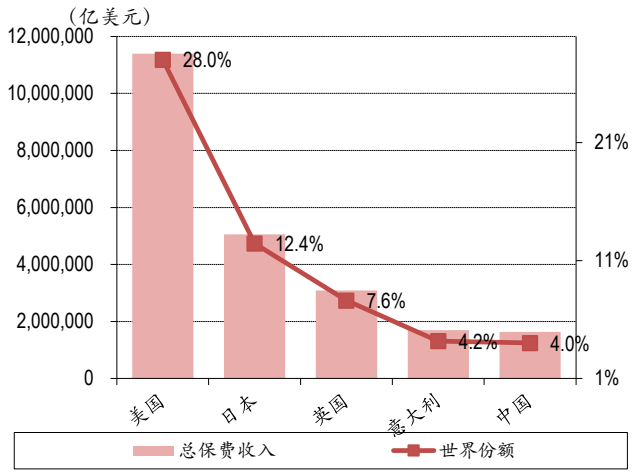
长期：下游保险行业市场发展潜力巨大，保险市场密度及需求均未满足。目前中国保险深度和密度与发达国家相比还有较大差距。根据奥纬咨询数据，2019 年中国寿险及健康险市场上，保障型寿险及健康险仅占 48%，非保障性寿险及健康险占比却超过半数，意味着大部分产品重理财轻保障。回归“保险姓保”的监管风向和消费者日益增长的保障需求将改变这样的格局，未来保障型保险产品有望占比提升。

图表 4. 2019 年中国保险密度距离全球有 4 倍差距



资料来源：SwissRe，中银证券

图表 5. 2019 年中国保费收入占全球份额 4%



资料来源：SwissRe，中银证券

二、2021 年开门红有望量价超预期

2.1 开门红供给侧：战略调整更加重视，年金险更具吸引力

2020 年开门红低基数，上市险企 2021 年在产品投放和节奏上更加重视。从外部因素来看，在 2020 年疫情的环境下，中低收入人群可投资资金及消费意愿受到负面影响，叠加年度面临重疾定义及发生率调整，部分已有购买需求的消费者对重疾险呈观望态度，导致 2020 年上市险企新单增速不佳。从上市险企内部因素来看，疫情造成的无法开单对代理人损伤较大，进而影响公司代理人规模及留存率。虽然上市险企应对疫情调整战略，由线下销售转至线上销售并且增强线上培训技巧等，但难以扭转 2020 年代理人规模在下半年仍出现扭转。因此，预计上市险企降低 2020 年业绩目标，提前筹备 2021 年开门红。利用年金险销售提升代理人佣金获取，把代理人队伍进行激活，提升留存率及活动率。

图表 6. 疫情期间，上市险企推出多重针对疫情的应对举措，但仍难以实质性逆转

上市公司	代理人管理	客户经营（产品及服务
中国平安	线上队伍管理，晨会、打卡、培训	
	线上招聘、数字化展业	推出赠险
	部分地区降低考核标准，部分产品提高佣金	推出获客产品“重疾无忧”
中国太保	线上队伍管理，晨会、打卡、培训	内容运营团队针对客户关注的话题产生资讯，帮助代理人销售及服
	线上销售，开发线上产说会	推出赠险"护身符“
	部分地区降低考核标准，部分产品提高佣金	扩展部分产品责任
中国人寿	线上队伍管理，晨会、打卡、培训	推出专属服务满足客户需求
	线上销售，包括利用微信、小鱼、腾讯会议	推出赠险
	线上创说会	拓展多款产品责任
	部分地区降低考核标准，部分产品提高佣金率	
新华保险	线上队伍管理，如线上培训等	推出赠险
	部分地区降低考核标准	拓展“健康无忧”等多款健康险产品责任

资料来源：中精寿险，中银证券

2021 年负债端有望迎来大幅改善，上市险企积极备战 2021 年开门红。由于代理人增速下滑及产品切换的因素，上市险企在 2020 年保费节奏上做出调整。提前备战 2021 年开门红销售，相较于 2019/2020 年提前 1 月有余（销售最早于 11 月开启），环比 2020 年有及较长时间筹备。在产品方面，大部分选择年金+万能险账户，并且先比较与以往产品缩短缴费期限及年金返还期限（部分为 7-8 年可返还），利用年金险冲击规模。2021 年开门红产品选择年金险，同时可以提高代理人留存及出单，提振团队士气。

图表 7.2021 年上市险企开门红产品

公司	策略	重要产品	产品形态				与 2020 年相比变化
			产品类型	定价利率(%)	缴费期限	保险期限	
中国人寿	主打以 10/15 年期保障期限的储蓄年金+万能账户搭配，缴费年限较往年有所下降（可趸交），保障期限均在十年以上。	鑫耀东方	年金+万能	3.50	趸交/3/5 年	10 年	提高投保年限；增加趸交缴费；增加两全险产品（鑫耀相伴）
		鑫耀前程	年金+万能	N.A.	趸交/3/5 年	15 年	
		鑫耀相伴	定期两全	N.A.	趸交/3/5/10 年	15/20/30 年	
平安寿险	仍主打储蓄年金+万能账户产品，缩短了保障期限，回本时间快，以借此吸引更多投资者。	金瑞人生 21	年金+万能	N.A.	3/5/10 年交	10/15 年期	缩短缴费期限、保障期限
		财富金瑞 21	年金+万能	N.A.	3 年交	8 年	
太保人寿	主打两全+万能账户产品，缩短保障期限，回本快，增强了保障功能。	鑫享事诚	两全+万能	N.A.	3/5 年交	7 年	从年金险附加万能险变为两全险附加万能险；缩短保障期限
新华保险	先主打年金险冲规模，后打健康险冲价值						

资料来源：公司官网，中银证券

需求端：社会养老缺口扩大+政府税收支+个人养老金需求意识提升，年金险产品有望需求走高

年金险的产品需求可以归类为理财需求而不是消费需求。从长期来看，外部社保养老金缺口扩大，国家养老重担加重；国家不断推出商业保险税收优惠政策，补充年金险/个人养老需求。从个人角度来看，经历了疫情，居民在风险事件中风险资产的收益率波动有一定负面效应，急需有“保本收益”类属性的产品，满足个人理财/长期养老需求。在我国利率下滑的背景下，银行理财预期收益收益率下滑以及货币基金收益率不佳的背景下，有“刚性兑付”属性的年金险产品吸引力提升。

图表 8. 社会养老金缺口扩大+政策税收支持+个人养老金需求意识提升，长期储蓄型产品占比有望提升

个人养老金：退休后到底需要多少钱可以做到“财富自由”？	
当前年龄	30
退休年龄	65
预期寿命	85
最高寿命	105
当前工资水平	20,000
工资涨幅	5%
通胀	3%
目标替代	49%
社保部分	20%
投资收益率	4%
退休前工资	105,067
目标养老金（刚退休时）	51,483
基本养老金（刚退休时	10,297
其他收入（刚退休时	20000
商业保险//需要自担的部分（刚退休时	21,186
商业保险（年	254,235
养老金需求现值	1,230,466
养老金储蓄额的现值	2,707,904
每月适宜储蓄比例	28%

- **外部因素变动**：社保养老金缺口扩大，国家养老重担加重；不断推出商业保险税收优惠政策，鼓励保险公司开发养老型保险产品，填补个人养老需求空缺；
- **内部因素变动**：个人养老金需求意识提升，以及退休后养老需求质量提升，促使更多养老金产品推出。

险种	中国税收优惠政策
年金险	1、已参加基本养老保险的企业，具有持续盈利能力和支付能力的，可以为职工建立补充养老保险，补充养老保险的企业缴费总额在工资总额4%以内的部分，从成本(费用)中列支。各地试点的企业年金税收政策差异不大，企业缴费税前列支比例一般为企业工资总额的4%-8%； 2、对于取得工资薪金、连续性劳务报酬所得的个人，扣除限额按照当月工资薪金、连续性劳务报酬收入的6%和1000元孰低办法确定，也就是说不超过10元。对于取得个体工商户生产经营所得、对企事业单位的承包承租经营所得的个体工商户业主、个人独资企业投资者、合伙企业自然人合伙人和承包承租经营者，扣除限额按照不超过当年应税收入的6%和12000元孰低办法确定，也就是说不超过12000元。
健康险	1、根据《关于开展商业健康保险个人所得税政策试点的通知》，每人每年2400元税前优惠，对于超过月收入超过1万元的人群，税收节约比例不足1%； 2、企业为职工建立补充医疗保险的，提取额在工资总额4%以内的可从成本中列支，准予税前扣除。

资料来源：银保监会，中银证券

资料来源：银保监会，中银证券

2.2 重疾定义及发生率新规落地，产品切换年确定

2020 年 11 月 5 日，由中国保险行业协会、中国医师协会联合发布的《重大疾病保险的疾病定义使用规范修订版》（以下简称为“重疾定义”）及中国精算师协会发布的《中国人身保险业重大疾病经验发生率表（2020）》（以下简称为“重疾发生率”）确认落地实施。银保监会发布使用定义及发生率通知，按要求保险公司再 2021 年 1 月 31 日后销售的重疾产品需符合重疾发生率要求（2020）。监管及行业同步发行重疾定义及发生率，将有效促进行业重疾市场的进一步规范，保障型产品更加健康发展。

重疾变化不确定性落地，产品切换年确定。2020 年由于重疾定义及发生率征求意见稿发出，重疾险迎来产品切换年。已有购买意愿的消费者由于新旧重疾定义及发生率修订，无法判定新老产品优势而滞后购买需求。本次重疾定义及发生率落地将不确定性落地，并且给当前销售疲软的重疾产品有望带来强劲刺激。主要考量几个部分：**1）供给端：新产品改革供给筹备充分。**由于新旧定义及发生率的调整，部分公司在年中前后已将原有重疾险产品下架，筹备开发符合新定义及发生率（2020 年版）的重疾险产品。**2）需求端：新旧定义过渡，部分“炒停售”+疫情下健康意识提升，消费者购买欲望提升。**新规落地后，新旧定义过渡时间造成的“真空”产品需求有望得到满足，并且重疾定义及发审率（2020 年版）预计较老产品价格有所下降，有望提升产品的竞争力。

老产品权益不受影响，部分公司提出新老重疾定义“择优”赔案。考虑到部分消费者在 2020 年产品切换年购买了重疾险产品，在新老定义及发生率做交替的时期，担心自身权益受损。行业内领先险企已率先推出新老重疾定义“择优”赔案。2020 年 11 月 10 日友邦保险率先推出全佑系列产品，购买老重疾定义及发生率（2007 年版）重疾产品的消费者可以在申请重疾理赔赔付时，自主选择依照 2007 年版或 2020 年版“择优”进行赔付，保障老产品消费者的权益。

图表 9.重疾险及重疾发生率表的起源

重疾险及重疾发生率表的起源

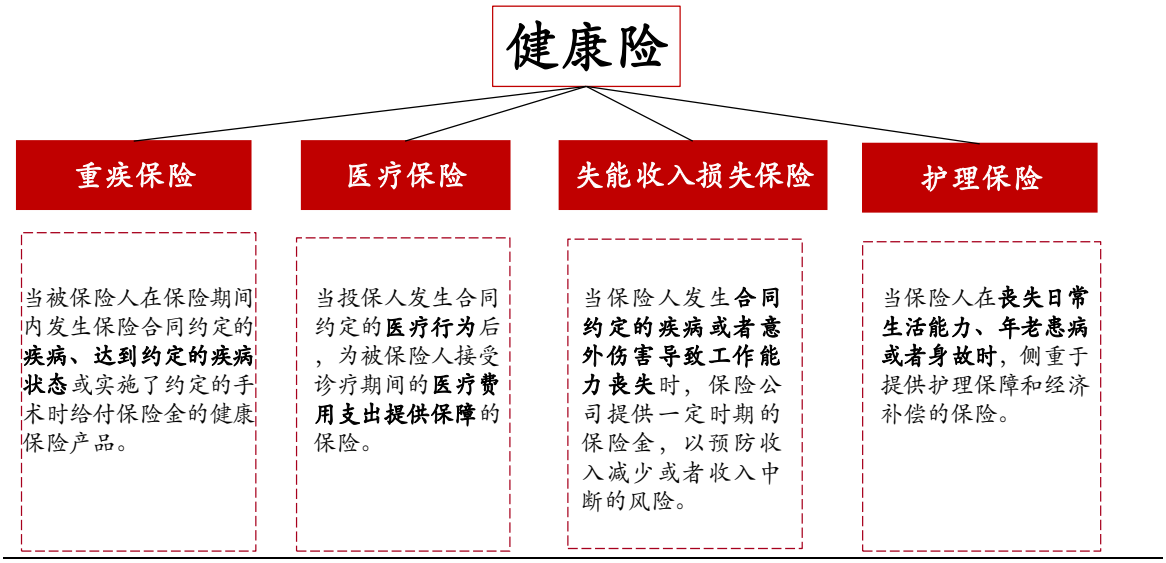
时间	主要事件	相关影响
1995 年	重疾险被引入中国内地	最初作为寿险的附加险，保障 7 种重大疾病：恶性肿瘤、心肌梗塞、脑中风、冠状动脉搭桥术、尿毒症、瘫痪和重大器官移植
1996 年	推出首款主险重疾险	中国人寿推出了首款保障重大疾病的主险产品“重大疾病终身保险（96 版）”
1998 年以后	扩大病种保障范围	我国寿险公司把以定期附加险形式的重疾险修订为终身险种，并扩大病种的保障范围（由 7 种扩大到 10 种以上）
2001 年	推出首款分红型终身重疾险	平安人寿推出首款分红型终身重疾险； 各家公司纷纷推出同类型产品，一度成为我国保险市场上亮点
2003 年	监管叫停分红型重疾险	原保监会发布《人身保险新型产品精算规定》、《个人分红保险精算规定》叫停分红型重疾险，严控健康险产品不能设计成为分红产品
2007 年	颁布重疾疾病定义	原保监会颁布《重大疾病保险的疾病定义使用规范》
2011 年	启动重疾发生率表编制	中国精算师协会启动重疾表编制项目
2013 年	颁布重疾发生率表	《中国人身保险业重大疾病经验发生率表重疾发生率表(2006-2010)》正式发布
2013 年至今	重疾险市场多样化	预定利率市场多样化：3.5%预定利率的重疾险上市； 重症包含种类增多：病种进一步增加，重症轻症合计超过百种； 区分重症、中症及轻症；保险责任扩大化：轻症额外给付成为主流，轻症豁免责任出现

资料来源：银保监会及中保协，中银证券

2.3 长期医疗险费率可调，健康险供给侧进一步丰富

银保监会正式颁布《关于长期医疗保险产品费率调整有关问题的通知》（以下简称为“长期险费率调整通知”）。本次长期险费率调整通知是针对 2019 年 12 月银保监会颁布的《健康险管理办法》中明确“长期医疗险费率可以进行调整”的相关细则。医疗保险是健康险类型中占比仅次于重疾险的险种，主要为被保险人接受诊疗期间的医疗费用支出提供保障的保险。

图表 10. 医疗险在健康险范畴中，为被保险人接受诊疗期间的医疗费用支出提供保障的保险



资料来源：中精寿险，中银证券

图表 11.监管健康险相关政策

时间	监管政策	主要内容
2019 年 11 月	银保监会《健康保险管理办法》	规定保险公司可以在保险产品中约定对长期医疗保险产品进行费率调整。
2019 年 12 月 13 日	银保监会《互联网保险业务监管办法（征求意见稿）》	向行业征求意见，将医疗保险列入互联网保险业务经营范围。
2020 年 1 月 1 日	《规范短期健康保险业务的通知（征求意见稿）》	停售部分续保条款不规范产品
2020 年 4 月 2 日	银保监会《关于长期医疗保险产品费率调整有关问题的通知》	鼓励发展长期医疗保险产品，为消费者提供保障期限更长、保险责任更加全面的保险产品。

资料来源：银保监会，中银证券

“长期化+费率调整+健康管理”成为医疗险发展的三要素。

长期医疗险费率调整通知引入费率调整机制，寿险公司有望在一定程度上有效规避医疗费用通胀风险，减轻保险公司赔付支出压力，大力促进了公司开发长期医疗保险产品的意愿。并且长期医疗险也解决了原有短期医疗险因产品停售等原因无法续保的问题，一方面符合国际通行做法；另一方面，增加了消费者购买信心，保障了消费者后续进行续保的需求。

从监管角度来看，从《健康保险管理办法》到《关于长期医疗保险产品费率调整有关问题的通知》，以及重疾定义、重疾发生率的行业修订工作，都可以看到监管针对健康险领域需求刺激明显。**从服务落地的角度来看，**“新冠”疫情促进了健康教育和健康管理的普及。唤醒了消费者的保险意识。在健康险需求方面，重疾险及医疗险的保险需求被激发。

监管规范短期健康险经营，“停短促长”引导健康险市场健康发展。银保监会出台《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知（征求意见稿）》，规范短期健康险经营，抑制保险公司短期激进行为，促进健康险长期化趋势。短期险保险征求意见稿明确：1）不得随意停售在售的短期健康险产品；2）不得利用“非保证续保”等条款，将 短期健康险与长期健康险产品混淆；3）逐季度要求保险公司披露综合赔付率，防范保险公司盲目扩大短期健康险范围，损害公司偿付能力。监管此举增加了产品透明度，规范短期健康险的范围定义及披露，避免损伤消费者权益；对于保险公司产品设计、定价、风控等提出要求；抑制短期健康险通过“变形”等噱头进行销售误导。

图表 12. 长期医疗险及短期医疗险产品举例

健康险分类		产品举例
短期健康险	短期医疗险	众安尊享 e 生 2019 版、尊享 e 生爸妈版 平安 e 生平安·百万医 平安少儿百万住院医疗保险 天安财险成人住院万元护 2018 年版
	短期重疾险	国泰建康福 微医保重疾险
长期健康险	长期医疗险	复星联合超越保 人保好医保 微医保长期医疗险 妈咪保贝
	长期重疾险	大黄蜂 3 号 达尔文 2 号 国富嘉和保 超级玛丽 2020max

资料来源：银保监会，中银证券

2.4 车险简政放权，大力下调车险附加费用率

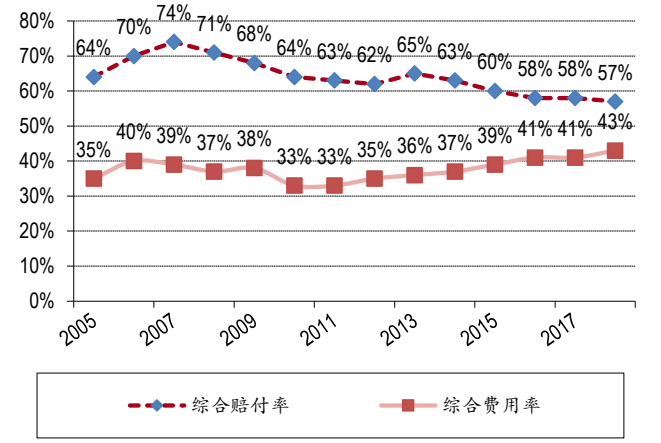
据银保监会《关于实施车险综合改革的指导意见》，车险改革已于 2020 年 9 月 19 日实施落地。车险综合改革主要内容包括：**（1）车险责任只增不减。**交强险总责任限额从 12.2 万元提升至 20 万元；**（2）良好驾驶者来年保费可“打折”。**费率浮动系数下限自原有-30%扩大至-50%；**（3）商车险新增六项保障责任，**商车三者险责任限额提升至 10 万元至 1000 万元区间，保险持续发挥经济补偿和化解矛盾纠纷的功能；**（4）在产品责任扩大的同时，商车险的基准风险保费和附加费率同时大幅下降。**此次综合车险改革主要是根据实际风险状况重新测算了基准风险的保费，包括将附加费用上限由 35%下调为 25%；预计赔付率由 65%提高到 75%，因此大部分客户的保费有大幅下降。

商业车险扩展责任范围，提升责任限额。（1）交强险责任限额提至 20 万元，浮动下限自-30%至-50%。征求意见稿改革后将交强险责任限额自 12.2 万元，计划提升至 20 万元；同时加大无责任赔偿限额，提高部分地区交强险的赔付率。交强险浮动下限的扩张也表明了行业拟定与基础费率、道路情况相联动的浮动比率。这一举动将提升交强险赔付比率，进一步影响车险整体赔付率上升。（2）提高商业第三者责任险限额，自原有 5-500 万限额提升至 10-1000 万区间，强调第三者责任险的重要性。（3）提高商业车险预期赔付率，由原有的 65%提高至 75%。与美国车险市场内相比，我国整体车险呈现高费用低赔付的特征。此次监管监督财险行业让利车险价值给予消费者，是鼓励我国车险向美国等发达保险国际接轨；但是一定程度上会给财险公司赔付支出压力。

车险费改，主旨还在扩大消费者利益。（1）下调商业车险附加费用率，由 35%下调至 25%，抵制车险附加费用“返费用”恶习。原有车险环境下，存在部分中小财险公司博生存，采用“地板价”及附加费用增列的方式，使车险实际价格低于账面价格，引发车险价格战争，破坏中国车险市场经营环境。本次附加费用拟定超预期调整（直接下降 10 个百分点），预计车险费率空间再度压缩，原有“地板价”恶性竞争有望消除。（2）适度完全放开自主定价系数的范围。

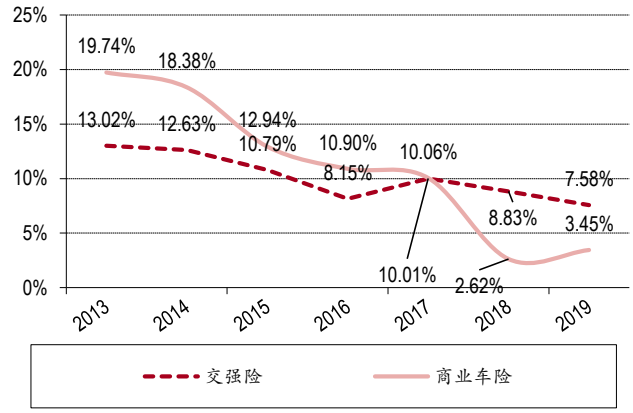
财险行业或将龙头集中度提升，中小财险公司出路还在差异化。（1）构建汽车生态圈，完善车险供给侧改革。本次征求意见提出“制定包括代送检、道路救援、代驾服务、安全驾驶等车险增值服务险的示范条款”，监管引导财险公司在车险增值服务上发力意图明显，给车险以多元化供给。（2）除了给消费者提供更加完善的车险保障外，监管同时鼓励财险公司开发车轮单独保险、医保外用药责任险等特色型附加险种。

图表 13.2005-2018 年我国车险成本率结构变化：综合赔付率逐步下降，综合费用率有所上升



资料来源：银保监会及中国保险协会，中银证券

图表 14.2013-2019 年商车增速逐步走低



资料来源：中国保险协会，中银证券

图表 15.征求意见稿中增加 7 方面的保险责任

序号	保险责任	序号	保险责任
1	机动车全车盗险	5	不计免赔率
2	玻璃单独破碎	6	指定修理厂
3	自燃	7	无法找到第三方特约
4	发动机涉水		

资料来源：银保监会，中银证券

三、流量+平台场景，互联网渠道销售保险优势凸显

3.1 2021 年保费规模冲击需求，银保渠道贡献占比或将提升。

2016 年 3 月监管停售中短存续产品，银保渠道作为销售该类型产品的主要产品受到波及；自 2016 年起上市险企银保渠道新单出现下滑，各家主动压缩该渠道占比。随着监管引导险企险企开发中长期储蓄险，上市险企对于银保渠道重启出现分化态度。新华保险 2020 年重启银保渠道，销售件均较高、利于提升规模、期限较短的理财属性产品。银保渠道销售的年金产品对于公司业绩提升有较大拉动作用，引导新华保险在 2020 年全年累计保费收入上领先同业。在短期有保费规模冲击需求下，银保渠道贡献占比或将提升。

图表 16.2021 年由于上市险企保费规模冲击需求，有望重提银保渠道重要性

个险渠道与银保渠道特性不同

渠道名称	销售模式	主要销售产品类型	管理	渠道贡献
个险渠道	主动寻找特定客户	长期保障型产品 长期储蓄型产品	公司控制力度强，可随时调整业务节奏	**1.NBV贡献：**主营销售长期保障/储蓄保险产品，新业务价值高（费差/死差假设较高）； **2.利润贡献：**公司定价较为保守，利润高；客户注重长期保障利益，价格敏感度低； **3.销售贡献：**依赖于代理人销售能力，初期销售易遇瓶颈。
银保渠道	银保人员进行推荐	短期理财型产品	1、与银行合作，需考虑银行利益，业务节奏调整较慢； 2、手续费率高。	**1.NBV贡献：**主营短期理财产品，新业务价值低； **2.利润贡献：**主营理财性产品定价较为激进，客户注重短期利益，价格敏感度高； **3.销售贡献：**获客成本低，利于展开销售，短期内规模保费增长迅速。

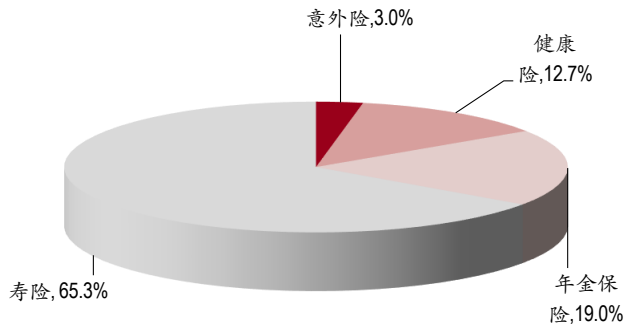
资料来源：中国精算师协会丛书，中银证券

3.2 互联网渠道流量优势来势汹汹，平台场景搭建利于提升获客

2020 年受到疫情冲击，隔离措施严重影响传统保险线下销售渠道。互联网渠道渠道在疫情期间优势凸显，同时拥有流量及平台优势的互联网渠道易于对于长尾客户、年轻网络用户进行健康保险意识培养，加速保险销售渠道向平台型互联网渠道转移。

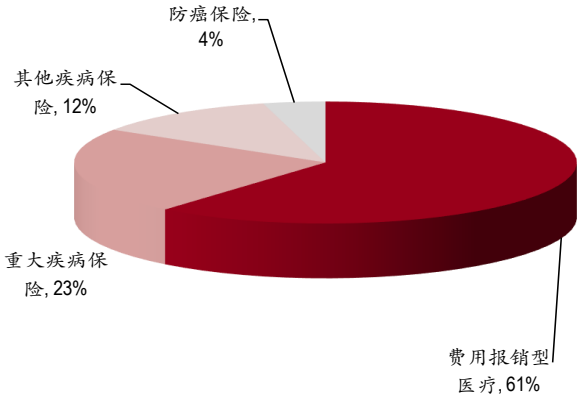
互联网第三方渠道优势显著，平台场景搭建利于医疗险销售。从 2019 年中国保险业协会公布的数据来看，2019 年互联网人寿险中寿险仍未保费贡献主力（63.3%）>年金保险（19.0%）>健康险（12.7%）>意外险（3.0%）。健康险销售在互联网平台中占比为第二，其中，从产品结构来看费用报销型医疗保险占比最高为 61.3%>重大疾病保险（23.1%）>其他疾病保险（11.9%）>癌症特殊保险（3,7%）。互联网平台销售医疗险的优势在于：1）第三方流量/场景优势，例如相互宝/水滴众筹的互助模式，为重疾险及医疗险的购买创造了足够的需求意识渲染；并且利用自身的流量优势，挖掘用户的保障需求并实现向保险产品购买的转化；2）平台销售以短期医疗险/“百万医疗险”为例，该类型产品具有购买门槛低、健康告知要求少、性价比高的特点，互联网平台提供海量产品及比价的场景，满足了消费者对比性的需求。

图表 17. 互联网人身险中寿险仍为主力



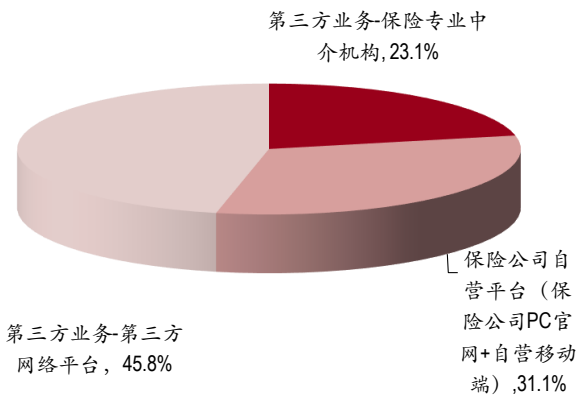
资料来源：中保协，中银证券

图表 18. 互联网健康险中费用报销型医疗险保险占比最大



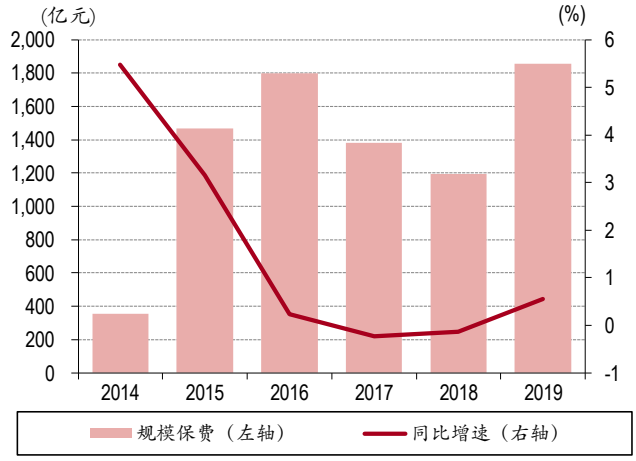
资料来源：中保协，中银证券

图表 19. 第三方平台贡献 70%左右的互联网财险保费



资料来源：中保协，中银证券

图表 20. 互联网人身险保费 18 年恢复高速增长



资料来源：中保协，中银证券

“相互宝”获客+提升居民健康保险意识。“相互宝”具有低门槛、先互助保障后消费的特性。会员加入“相互宝”时并不缴纳费用，当其中一名会员提出互助申请后（重大疾病可涵盖肺癌、乳腺癌及严重脑疾等常见重疾），通过审批的会员将获得一次性互助金，费用由其余成员分摊。“相互宝”主要为保险科技平台吸引用户及提高消费者健康保险意识。截止到 2020 年 6 月，“相互宝”互助平台上已经累计超过 1 亿会员，消费者经过一段时间的保险意识加强后有效转化为购买健康保险产品的意愿，后续会在平台上选择“好医保”等健康险产品。

图表 21.互联网保险平台合作伙伴的合作模式



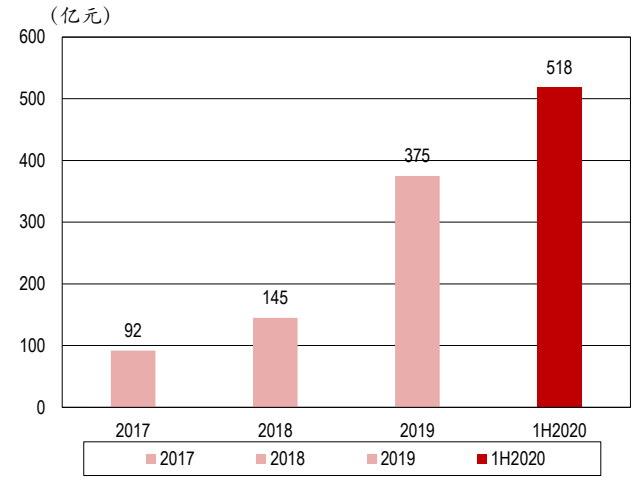
资料来源：招股说明书，中银证券

图表 22. 公司保险平台上的创新保险产品组合

类型	寿险	健康险	财险
定制化保险产品	养老险 全民保费低至 1 元	医疗险 好医保（保费低至 89 元） 互助项目（相互宝）	场景险 退货运费险 质量保证险
其他类保险产品	定制寿险、终身寿险、年金、储蓄寿险及其他寿险险种	医疗及重疾保障	车险、意外险及其他

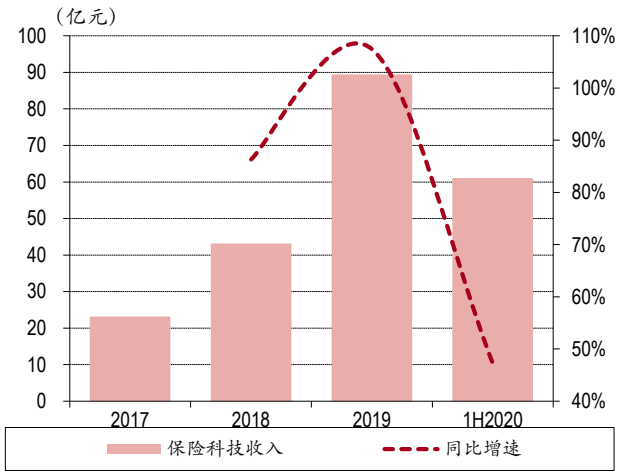
资料来源：支付宝 App，中银证券

图表 23. 保险科技促成的保费及分摊金额规模



资料来源：招股说明书，中银证券

图表 24 公司保险科技平台收入



资料来源：招股说明书，中银证券

四、投资建议

2021 年开门红有望量价超预期。**1）产品端：开门红年金险更具吸引力。**在利率下滑的环境变化下，竞品银行理财及货币基金收益率有所下滑，叠加近期风险事件中风险资产收益波动的负面效应，年金险等有“刚性兑付”属性的产品吸引力增强；2021 年开门红上市险企产品布局及节奏布局更加积极。相较于往年提前 1 月有余开展开门红销售，筹备时间重组。有望有效促进开门红销售规模提升；**产品端：重疾定义及发生率不确定性落地，**新定义及发生率下有望降价，利好消费者有望刺激保费增长。**2）2020 年开门红低基数下增速更具确定性。**由于 2020 年开门红受到疫情影响，对公司规模保费及新单增速均产生负面影响，有较大的负增长低谷；预计在疫情控制的环境下，公司经营恢复正常，有望在低增长基数下实现较高增速。

图表 25.上市险企估值表

代码	公司	股价		2018	2019	2020E	2021E	2022E	评级
601628.SH	中国人寿	42	EVPS	28.13	33.33	38.27	44.52	51.93	增持
			P/EV	1.50	1.27	1.10	0.95	0.81	
			NBVPS	1.75	2.08	2.18	2.39	2.68	
			NBVX	24.09	20.32	19.38	17.62	15.76	
601318.SH	中国平安	89.15	EVPS	54.84	65.67	78.96	95.16	113.65	买入
			P/EV	1.63	1.36	1.13	0.94	0.78	
			NBVPS	3.95	4.15	4.29	4.76	5.36	
			NBVX	22.54	21.46	20.76	18.75	16.62	
601601.SH	中国太保	37.85	EVPS	34.94	41.16	47.37	54.44	62.44	增持
			P/EV	1.08	0.92	0.80	0.70	0.61	
			NBVPS	2.82	2.56	2.66	2.96	3.37	
			NBVX	13.43	14.80	14.22	12.79	11.24	
601336.SH	新华保险	59.82	EVPS	55.51	65.73	72.94	82.95	95.45	增持
			P/EV	1.08	0.91	0.82	0.72	0.63	
			NBVPS	3.91	3.13	3.23	3.67	4.14	
			NBVX	15.28	19.08	18.52	16.29	14.46	
行业平均 PEV				**1.32**	**1.11**	**0.96**	**0.83**	**0.71**	

资料来源：万得，中银证券

*以 2020 年 11 月 26 日收市价为标准

五、风险提示

保障型保险产品保费增速不及预期：保障型保险产品侧重于价值提升，上市险企采用代理人增员、修改基本法激励措施、代理人考核引导等方式继续加强保障型保险产品销售，但整体保障型产品转型与市场接受度具有不确定性。

市场波动对投资收益、估值的双重影响：保险资产端受权益市场影响，中美贸易关系带来的权益类市场波动影响，对于保险权益投资及估值具有双重影响。

利率下行带来的险企投资不确定性：保险资金端因风险偏好影响，重点配置固定利率债券产品，目前宏观环境存在不确定性，若利率下行将对保险行业带来较大影响；

疫情持续时间超预期：目前“新冠”疫情持续蔓延，难以确定疫情持续时间以及相关影响程度。保险公司保费收入主要依靠代理人进行面对面销售，疫情的持续影响会影响代理人展业。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371