信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

资产负债共振，保险迎来最佳配置时期

保险行业

2020 年 11 月 03 日

王舫朝　非银金融行业分析师

证券研究报告

行业研究——投资策略

保险行业

看好	中性	看淡

上次评级：看好，2020.06.15

王舫朝　非银金融首席分析师

执业编号：S1500519120002

联系电话：（010）83326877

邮　箱：wangfangzhao@cindasc.com

朱丁宁 研究助理

邮箱：zhudingning@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

资产负债共振，保险迎来最佳配置时期

2020 年 11 月 03 日

本期内容提要

- **Q4 和明年一季度保险股有望迎来资产负债共振。**负债端 Q4 有望随疫情好转边际改善，拐点料在 Q1 出现。年金险方面，从今年股价分化表现来看，开门红奠定了全年保费和价值的基础，各家险企年底均积极转战开门红，不少公司已提前启动预售。我们预测平安和太保有望成为最大的受益者，Q1 NBV 增速均有望达近 20%。健康险方面，短期疫情催化保险保障需求提升，同时监管红利不断释放，重疾定义修订、长期医疗保险费率可调等措施完善了健康保险的基础设施，在供给侧给予健康险更多的支持，重疾老产品炒停以及前期被拒人群重新获得购买资格，行业保费规模有望迎来上涨。此外，人力队伍不断夯实，在今年二季度以来加大清虚后明年有望实现量质齐升。资产端，十年期国债收益率从 2.5%底部上升至 3.2%，经济基本面向好和货币政策的正常化对资金利率形成支撑。权益市场风格切换至蓝筹大白马，有利于提升险企投资收益，有望带来超额收益。

- **明年开门红预期较高。**开门红是有效提高人力、奠定全年业绩基础的关键。面对 2020 年的萎靡表现，部分险企放弃了当年业务目标，积极转战来年开门红，短期内险企对业绩和市场份额有极大的诉求，在去年低基数下打造开门红的决心较为强烈。不少低价值率快返型产品从银保渠道转向个险渠道来售卖，更是体现了各家险企对开门红冲规模的重视，有意抓住开门红提振全年业绩。总的来说，此次开门红特点主要有 1）启动时间大幅提前，2）保障期限缩短（去年最短为 10 年，今年出现 10 年以下），快返特征更明显，3）人力提前加大储备，4）产品推广上更加积极，包括加大代理人奖励、客户经营以及广告投入力度等。

- **当下人力数量企稳是负债端复苏的关键。**复盘保险股，我们发现保险股走势主要受长端利率、资本市场和负债端影响。保险三差中，利差是利源的主要贡献因素，主要影响因素为长端利率和权益市场表现。长端利率水平决定了债券的长期配置收益率，同时也决定了保险的估值中枢。权益牛市则助推保险指数的超额收益。而负债端的变化（保费的改善，NBV 和 EV 增长）能影响股价走势并决定个股估值的分化。我们复盘了与当前环境较为相似的 2017 年，利率上行，叠加权益牛市且负债端业绩向好的背景下，保险股有望获得超额收益。个股方面，2017 年平安跑赢同业和大盘，源于负债端新单和价值表现较为突出。2020 年以来，国寿和新华涨幅领先，源于负债端新单保费增长较快，人力增长显著。展望 2021 年，站在当下时点，我们认为负债端恢复的动力首先来源于人力数量的推动，进而是留存。当下代理人红利逐渐消退，行业清虚接近尾声，通过销售获客类年金产品提升代理人业绩，并实现留存，是未来业绩出现拐点，实现产能扩张的基础。

- **投资评级：**当前利率上行，保险股估值在上半年的大幅下挫后逐步修复，而负债端全年仍然承压。在明年开门红较高预

期下，负债端拐点有望显现，同时保障型产品销售有望为估值提升带来进一步上升动力。展望未来，短期来看，负债端，鉴于 1）竞品收益率下降以及理财净值化转型、2）险企较往年更重视开门红、3）开门红低基数、4）年底资金充裕催生理财需求、5）疫情促使小客户转变消费心态，存钱意愿提升的背景下，我们认为在年金险规模放量下明年一季度保费有望实现高增，NBV 有望在去年低基数下大幅提振。对于保障型产品，一方面疫情使得居民对保障类产品的关注度提升，购买意愿增强，另一方面，重疾定义修订将近，四季度旧的重疾产品将迎来最后销售窗口，带来炒停预期，同时此前拒保人群重新获得投保资格将带来保费攀升。资产端，当前 10 年期国债收益率上升至 3.2%，已步入险企战略配置区域。Q4 开门红预期叠加投资端（利率上行叠加风格切换至权益蓝筹）共振，保险股估值有望进一步提振。长期来看，考虑到 1）疫情对大客户公司经营带来较大冲击，仍通过保单借款帮助其缓解流动性压力，购买大额年金险以及保障型产品的意愿大幅下降，销售情况或不及 2017 年，2）保险作为顺周期行业，考虑到未来经济下行压力仍存，我们认为保险行业长期拐点仍需观察。此外，个股来看，四季度以来将迎来估值切换，截止 2020 年 10 月 31 日，国寿、平安、太保、新华 2021PEV 分别为 1.05x、0.91x、0.60x、0.73x，建议关注负债端优势显著，人力质态有望进一步夯实且估值较低的新华、以及负债端业绩即将显著改善且估值较低的太保。

- **风险因素：**受疫情影响，代理人展业恢复进度不及预期；代理人产能下滑导致人员脱落；资本市场大幅波动带来投资收益急剧下降；利率下行将缩窄固定利率工具利差空间，并影响会计利润。

目 录

一、2020 年四季度至明年一季度保险有望迎来资产负债共振.....1
（一）负债端：Q4 有望边际改善，拐点料在 Q1 出现.....1
（二）资产端：利率企稳，压制估值因素减弱.....10
二、行业复盘：投资端为保险估值的重要决定因素，负债端决定 Alpha.....12
（一）2020 年至今回顾-负债端仍未见拐点，利率上行趋势确立.....14
（二）行业复盘- 2017 年资产负债共振，保险股迎来戴维斯双击.....15
（三）2017 年个股差异比较-负债端决定估值分化.....16
四、投资建议.....20
风险因素.....20

表 目 录

表 1：2021 年开门红产品.....5
表 2：2020 年开门红产品.....6
表 3：开门红 NBV 预测.....7
表 4：健康险相关文件.....10
表 5：保险投资相关文件.....11

图 目 录

图 1：人身险 1 月原保费增速（2014-2017 开门红表现较好）.....3
图 2：监管政策影响开门红保费增速.....3
图 3：人力规模（万人）及增速.....3
图 4：理财产品收益率.....3
图 5：1 月个险新单保费（亿元）及增长.....5
图 6：健康险保费（亿元）及增速.....8
图 7：2017 年 3 月和 9 月人身险单月保费高增.....9
图 8：2014 年起人身险保费迎来高增.....9
图 9：10 年期国债收益率.....11
图 10：PMI 连续 7 月在荣枯线以上.....11
图 11：2015 年以来保险 II 指数与十年期国债收益率高度相关.....13
图 12：2016 年以来保险股估值和利率走势高度相关.....13
图 13：2018 年保险 II 和沪深 300.....14
图 14：2018 年个股股价表现 vs 沪深 300.....14
图 15：2020 年以来上市险企股价表现.....15
图 16：2020 年以来上市险企估值表现.....15
图 17：2017 年保险 II（申万）走出独立行情.....15
图 18：2017 年保险 PEV vs 十年期国债收益率.....16
图 19：2017 年上市险企股价表现.....17
图 20：2017 年上市险企估值.....17
图 21：NBV margin.....18
图 22：新单保费增速.....18
图 23：NBV 增速.....19
图 24：代理人产能（元/月）.....19
图 25：ROEV.....19
图 26：EV 增速.....19

一、2020 年四季度至明年一季度保险有望迎来资产负债共振

今年四季度至明年一季度，保险行业有望迎来资产负债共振，保险股步入最佳配置时期。负债端，保险新单在开门红高预期以及低基数下有望取得强劲增长。从供给端来看，开门红较往年更加积极（预售时间大幅提前，加码代理人增员和费用激励，推出更具吸引力的产品），叠加四季度老重疾产品迎来炒停预期，以及前期拒保人群重新获得投保资格，同时疫情过后加大增员和培训，代理人展业逐渐恢复，负债端增速确定性较高；从需求端来看，理财产品收益率下降使得年金险配置需求上升，同时疫情催生居民健康保险意识，保障型产品需求端亦随着收入的增长迎来改善。投资端，十年期国债收益率上行至 3.2%，债券迎来战略性配置最佳时期，同时权益市场风格切换至蓝筹大白马，投资端有望受益(险资偏好低估值蓝筹股)，带来正向投资偏差。我们看好资产负债共振带来的超额收益，年底估值切换，以及明年保障型销售超预期带来的更强动力。

（一）负债端：Q4 有望边际改善，拐点料在 Q1 出现

年金险-开门红预期较高，从“淡化开门红”到态度转为积极

复盘过去十年的股价表现，负债端新单和 NBV 增长较快的公司股价有明显相对收益，而开门红奠定了对全年保费和价值的基础，对保险股择股有重大意义。2020 年来疫情导致个险人力发展受挫，叠加部分险企仍处于改革阵痛中，负债端业绩普遍承压，头部险企股价分化明显。在未来资产端利率高位运作的背景下，负债端仍然是决定险企股价走势的重要因素。面对四季度难以扭转的业绩，不少险企转变策略，放弃今年业务目标，积极备战明年开门红，力图加速抢占市场份额，奠定开门红全年红的局面。例如去年淡化开门红的平安和太保也较去年同期提前 1-2 个月开启预售，且保障期限缩短使得快返意味更加突出。

开门红意义

开门红最早于上世纪 90 年代由平安人寿推出，2014 年开始正式兴起，旨在年初时通过各种促销提前招徕客户，获得保费规模的增长，图个开年好兆头。后来各家保险公司纷纷效仿，叠加年底年终奖发放使得居民现金流较为充足，储蓄型保险配置需求较为旺盛，因此开门红形成了一种传统。对保险公司来说，保险公司对保费规模有一定的考核要求，年金险的高件均（相比保障型险种）使得保险公司在开门红期间对销售年金险有一定的诉求。由于每年 1 月保费占全年的约 20-40%，也出现了“开门红即全年红”的说法，即开门红的销售与全年新单保费和价值增速高度相关，开门红业务的完成情况对指导全年业务达成有着重要意义。在完成年初冲规模的目标后，险企可以更多聚焦价值和增员，推动全年业务有序推进。此外，对代理人来说，开门红可以为代理人提供接触大单的机会，同时由于开门红期保单相较平时有加佣，有望提升大额保单的销售和活动率，获取丰厚的收入回报，而收入提升也有助于提升代理人士气，对于稳定代理人队伍以及后期增员都有着重大意义。开门红期间理财型险种销售为代理人收入的重要来源。

开门红影响因素

复盘过去十年，上一轮开门红表现较好的年份为 2014-2017，而 2018 年开始连续三年承压，影响因素主要归结为：1）监管政策，2）竞品收益率 vs 年金产品吸引力，3）人力增长，4）开门红预售时间。

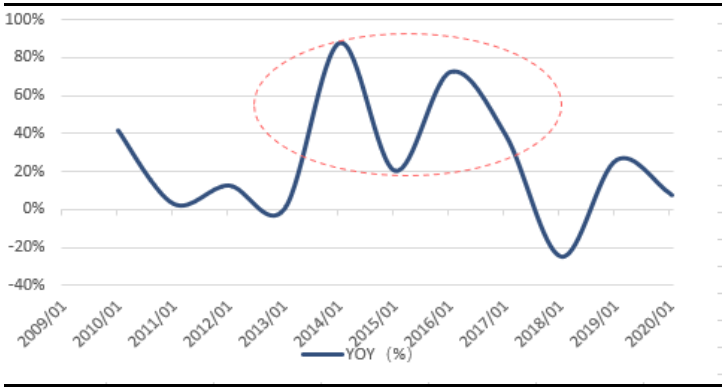
监管政策：1）2013 年 8 月传统险费改（放弃执行了 14 年的普通型人身险 2.5%的预定利率上限）背景下各家险企纷纷推出具备较高吸引力的高预定利率年金产品（新华推出 4.025%预定利率年金险）并且提前开启开门红，2014 年 1 月行业人身险保费收入增速达 87.6%，3）2015 年 2 月放开万能险最低保证利率和 10 月放开分红险预定利率上限，产品设计更为激进，快返型和高现价产品成为主流，2016 年 1 月行业人身险保费收入增速达 72.3%。4）2018 年 134 号文推出限制快返型年金，开门红新单出现大幅下滑，2018 年 1 月行业原保费增长-24.7%。

竞品收益率 vs 年金产品吸引力：消费者在选择开门红年金类产品时较为关注万能险结算利率和预定利率。**1）**2014 年开启降息通道以来，2014 年-2017 年中期理财收益率趋势性下降，年金险产品由于具备较高的万能结算利率吸引力大幅提升。2016 和 2017 年 1 月原保费增长分别为 72.3%/39.5%。2）2020-2021 年资管新规实施以来，理财产品经历净值化转型，叠加 2019 年来 P2P 暴雷，较高万能险结算利率（上市险企均为>=5%）和预定利率（3.5%）的年金险产品更具吸引力。另外，返还期限较短，返还较快，且返还比例较高的产品获得更高青睐。

人力增长：2015 年取消代理人资格考试以来人力大幅扩张，代理人红利逐步释放。2016 和 2017 四家上市险企个险人力合计增速分别为 35.8%、17.6%，带动 1 月原保费增长分别为 72.3%/39.5%。

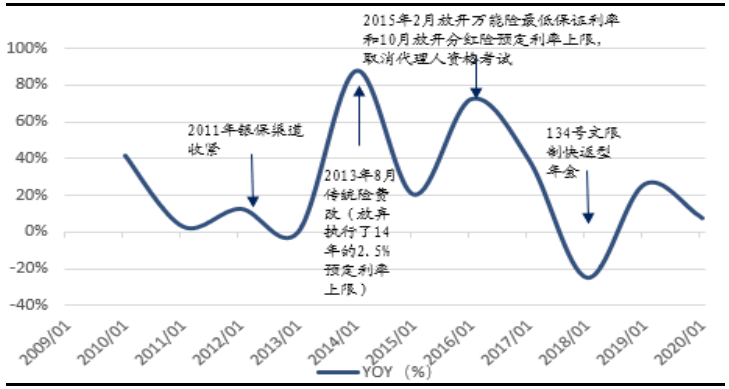
开门红预售时间：鉴于 2014 年险企较早完成全年业绩目标，2015 年开门红准备提前，2015 年开门红保费在上年高基数上仍然实现较快增长（YoY+20.4%）。同样，2020 年开门红，国寿较同业启动时间大幅提前，1 月份保费高增 22.6%（而平安和太保启动较晚，1 月份原保费增长为-13.7%、0.6%）。

图 1：人身险 1 月原保费增速（2014-2017 开门红表现较好）



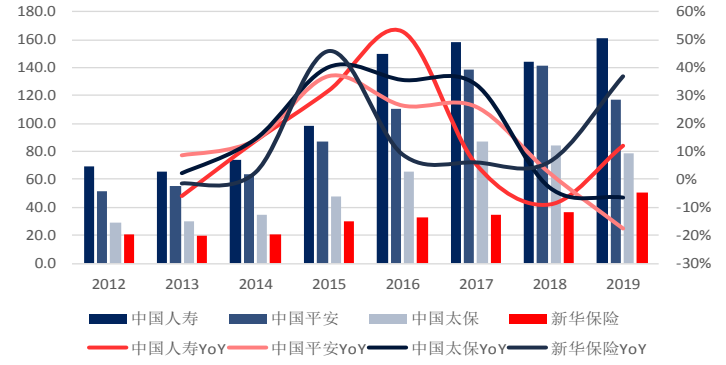
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 2：监管政策影响开门红保费增速



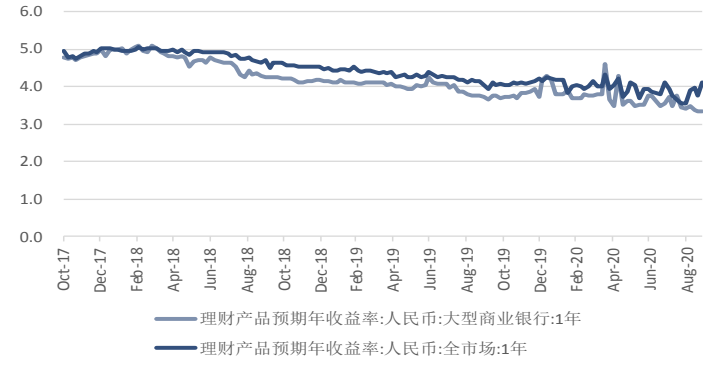
资料来源:Wind，信达证券研发中心

图 3：人力规模（万人）及增速



资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 4：理财产品收益率%



资料来源:Wind，信达证券研发中心

我们拿 2017 年开门红来类比明年开门红，相同之处在于 1）竞品吸引力下降。理财收益率自 2013 年以来持续下行，从高点的 6.2%下降至 2016 年底的低点 3.5%，而年金+万能产品较高的预期收益率使得年金产品吸引力大幅提升，易于代理人销售，2）开门红备战时间提前。险企较早完成了 2016 年全年业绩目标后提前开门红准备。不同之处是 2017 年代理人红利仍然高增。自 2015 年取消代理人资格考试以后，2016 年-2017 年代理人数量大幅扩张。反观当下，明年开门红代理人红利减弱，但行业在过去几年调整后人力清虚接近尾声，质量进一步夯实，Q3 开始扩大招募入口，预计更加夯实的队伍质量有望为明年开门红助力。

2021 开门红各家策略均转向积极，意在低基数下实现保费的大幅提振

2020 年开门红，平安和太保淡化开门红，同时赶上新冠疫情，个险渠道受到较大冲击，新单保费增速和价值率明显承压。而国寿因开门红启动较早，新华产品上吸引力更甚（4.025%预定利率）且启动银保趸交销售，对保费增长起到较大提振，受疫情影响相对较小，与平安和太保形成较大反差，股价上也有明显分化。

通过国寿 2020 年的表现得出，开门红是有效提高人力、奠定业绩基础的关键。今年各家险企在去年低基数下打造开门红的决心较为强烈。今年四季度以来各家险企均积极备战来年开门红，部分已启动开门红预售。2021 年开门红产品形态和往年相近，延续了“年金+万能”的双主险组合，交费以期交为主，期限多为 3 年、5 年、10 年。不同于往年，今年开门红竞争将更加激烈。面对 2020 年的萎靡表现，平安、太保放弃了当年业务目标，积极转战来年开门红，短期内险企对业绩和市场份额有极大的诉求，提前启动开门红来弥补今年保费下滑态势，在低基数下实现腾飞。不少低价值率快返型产品从银保渠道转向个险渠道来售卖，更是体现了各家险企对开门红冲规模的重视，有意抓住开门红提振全年业绩。总的来说，此次开门红特点主要有 1）启动时间大幅提前，2）保障期限缩短（去年最短为 10 年，今年出现 10 年以下），快返特征更明显，3）人力提前加大储备，4）产品推广上更加积极，包括加大代理人奖励、客户经营以及广告投入力度等。从各家险企策略来看，

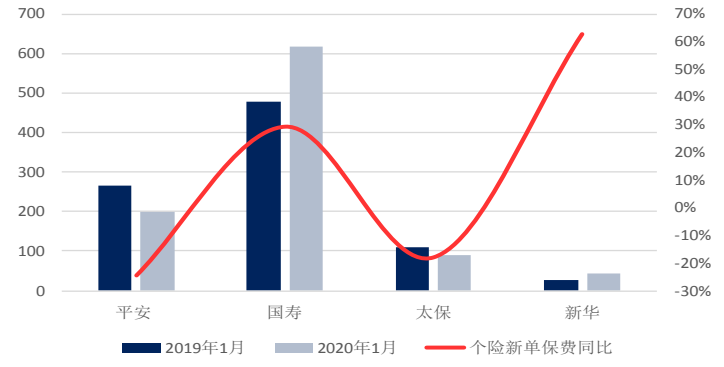
- **国寿：策略和打法与去年相近，或面临较大竞争压力。**2019 年底国寿提前布局开门红占尽先发优势（10 月 20 日为预收，11 月 8 日为首爆日，较 2018 年提前一个月），首次推出 3 年期交 10 年保障期产品“鑫享至尊”（此前为 15 年交），市场反响较好，2020 年新单保费、价值以及人力数量和产能均领先同业。今年策略和打法与往年接近，目标规模上也与上年相近,目前预收保费过 381 亿元(截止 10 月 23 日)，符合管理层预期。1、启动时间上也与去年相似，3 年期产品已于 10 月 20 日开启预收，仅晚于太保。2、产品具备竞争力。产品形态较去年无明显变化，依旧采用“年金（两全）+万能”模式。预售主力产品为“鑫耀东方”（趸交/3 年/5 年交，10 年期保障，第 5 年开始返还，万能账户最高结算利率达 5.1%（去年为 5.3%）），在竞品中具备竞争力。另外，交费期缩短，国寿 2021 年开门红推出了趸交型产品。3、人力规模大幅增长后进一步夯实。在 Q1 大力增员后加大清虚力度，人力从年初 161.3 万人增至 1H20 169 万人，Q3 降至 158.1 万人，4、对营销员激励（分为佣金和奖励两部分）来看，2019/2020 两年开门红亮眼表现很大程度上也得益于对代理人渠道的大力投入，Q1 销售佣金分别同比+38.5%/+34%。我们调研了解到，明年开门红对代理人的奖励进一步加大，佣金为 8%，奖励为 13%（去年佣金 10%，奖励 10%）。
- **平安：节奏提前，保障期限缩短，平衡寿险改革和开门红。**平安去年开门红启动较晚，市场份额缩水，面对同行竞争压力，明年对开门红转为积极。1、启动时间大幅提前：10 月 10 日已发布开门红主力年金产品“金瑞人生 21”，较去年提前 1 个月，将于 11 月 1 日正式开启预售。2、产品吸引力提升。交费和保障期限缩短：财富金瑞保障期缩短至 8 年（去年最短为 10 年期），交费期限为 3 年期（去年为 3 年/5 年）。万能险结算利率为 5%，与同业相当。3、从市场较为关注的人力增长来看，疫情影响延续导致 Q3 人力再度收缩，人力尚未出现拐点。相比国寿，平安较大的增员和留存压力是资

本市场对其担忧的重要原因之一。平安已非常重视代理人的新增和留存，未来人力考核门槛或有所降低，短期内寿险改革的高标准将部分让位于对业绩的较高诉求，打响开门红以提升代理人产能和收入，进一步加大留存，为接下来的保障型销售打好基础。未来人力能否继续止跌回升将是保费规模回升的关键。

- **太保：最早开启开门红，保障期限大幅缩短，短期先做大规模。**太保去年开门红启动较晚，今年面对竞争压力也积极备战。1、时间提前。和平安类似，太保今年开门红节奏大幅提前，10 月 10 日已启动 3 年交 7 年期的理财型保险“鑫享事诚”预收（去年为 12 月 1 日）。打法上前期将以以量补价的形式抢占市场，打造队伍信心，此后再转而做价值率较高的产品。2、产品吸引力提升。期限缩短：鑫享事诚保障期缩短至 7 年（去年最短为 10 年期），也是目前四家中保障期间最短的产品。3、人力方面，Q3 以来，太保加大人力招募以应对开门红，产品方面也销售了部分价值率较低产品，助力代理人获客、提升收入和留存，均体现了对负债端较高的业绩诉求。

- **新华：尚在准备中，产品形态相近。**2019 年是新华董事长、总经理更换之年，整体策略转向为规模与价值共同增长，重启银保渠道，队伍建设转变为“先大后强”，产品聚焦健康和年金产品，通过加大增员和产品优势来扩大业务规模。去年开门红，新华通过银贷渠道推出 4.025%、3 年/5 年趸交年金产品“稳得盈两全保险”，产品销售取得亮眼表现，1 月份个险新单保费同比+63%。今年新华尚未推出开门红产品，但已于 9 月份开启了开门红编制工作，目前重心还在 2020 年业绩收官，将根据 10 月下旬整体业务完成情况来制定开门红节奏，定于 11 月下旬正式启动预售。

图 5：1 月个险新单保费（亿元）及增长



资料来源：公司公告，线下调研，信达证券研发中心

表 1：2021 年开门红产品

产品	类型	交费期限	保障期	开始返还年份	万能账户保证利率	万能险最高结算利率	开门红启动时间	开门红预售情况

中国人寿	鑫耀东方	年金+万能	趸交、3年、5年	10年	第5年	2.50%	5.10%	10月10日启动预收	预收保费381亿（截止23日）
	鑫耀前程	年金+万能	趸交、3年、5年	15年	第5年	2.50%	5.10%		
	鑫耀至尊	年金+万能	趸交、10年	15年	第5年	2.50%	5.10%		
	鑫耀相伴	两全保险	3年、5年、10年	15年、20年、30年	第5年				
中国平安	金瑞人生21	年金+万能+附加	3年、5年、10年	10年、15年	第5年	1.75%	5.00%	11月1日开启预收	
	财富金瑞21	年金+万能	3年	8年	第5年	1.75%	5.00%		
中国太保	鑫享事诚	两全保险+万能	3年、5年	7年	第5年	2.50%	5.00%	10月9日启动预收	预收保费62亿（截止23日）
新华保险								预计11月下旬开启预售	

资料来源：各公司官网、信达证券研发中心

表2：2020年开门红产品

	产品	类型	交费期限	保障期	开始返还年份	年金险预定利率	万能账户保证利率	万能险最高结算利率	开门红启动时间
中国人寿	鑫享至尊	年金+万能	3年、5年	10年	第5年	3.50%	2.50%	5.30%	10月20日开启预收，11月8日上市
中国平安	金瑞人生20	年金+万能	3年、5年、10年	15年	第5年	NA	1.75%	5.00%	12月12日上市
	财富金瑞20	年金+万能	3年、5年	10年	第5年		1.75%	5.00%	
中国太保	至尊鑫享福	年金+万能	3年、5年	10年	第5年	3.50%	2.50%	5.00%	12月1日上市
	至尊鑫满意	分红+万能	3年	60-100岁	第5年	NA	2.50%	5.00%	
新华保险	惠添富	年金+万能+附加	3年、5年	15年、20年	第5年	4.025%	2.50%	5.00%	11月下旬启动预收，12月8日上市

资料来源：各公司官网，信达证券研发中心

结合公开数据，我们假设国寿规模与去年开门红基本持平，平安规模较去年增长11.8%至180亿，太保规模较去年增长25.8%

至 80 亿，估算 1 季度 NBV 增长分别为 3.2%、18.5%、21.6%。

表 3：开门红 NBV 预测

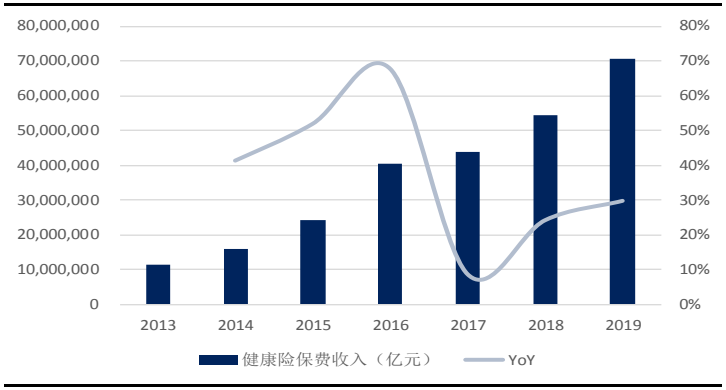
个险新单（亿元）	2020 年 1 月 1 日	2021 年 1 月 1 日预测	NBV YoY	假设
平安	161	180	18.5%	“财富金瑞 21”和“金瑞人生 21”分别销售 120 亿和 60 亿
国寿	547	530	3.2%	3-10“鑫耀东方”和 10-15“鑫耀至尊”分别销售 430 亿和 100 亿
太保	63.6	80	21.6%	3-7“鑫享事诚”销售 70 亿元

资料来源：信达证券研发中心预测

健康险-短期疫情催化保险保障需求提升以及重疾炒停预期，长期拐点仍需进一步观察

2016 年以来重疾险由高速增长迈入稳定增长时期。健康险以疾病险为主，2019 年占比为 64%，医疗险次之，占比 35%，护理和失能险仅占 1%。重疾险的高速发展期位于 2013-2016 年期间，随着人身险费改的推进、重疾发生率的推出，代理人数量大幅增长，重疾险的需求在重疾产品高件均和高佣金率（对代理人而言）的供给端推动下迎来大发展，成为商业健康险的重要险种。2016 年以后，健康险增长趋势放缓，2017-2019 年年复合增速降至 20.5%（2013-2016 为 53%），进入稳定增长时期，主要因为 1）2016 年以来商业健康险市场竞争趋于白热化。一方面低件均、高保额且核保容易的百万医疗险的诞生分流了传统重疾险的保障需求，另一方面重疾产品同质化竞争使得大量中小公司涌入，掀起愈演愈烈的价格战，2）随着居民保障意识的提升，带返还型的重疾产品供给下降，而专注保障但件均较低的消费型重疾供给上升，3）监管对中短存续期产品的整顿导致理财型护理保险规模大幅收缩，4）互联网渠道的发展以及今年以来的疫情使得重疾高度依赖的代理人渠道增员难度加剧，人均产能下滑。在此背景下，为了助力行业的长期可持续发展，2019 年 12 月银保监会等 13 部位发布了《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》，提出到 2025 年商业健康保险将超过 2 万亿元，年均增长率达 19%。另外监管红利也不断释放，新的健康管理办法出台、重疾定义修改、长期医疗保险费率可调等措施完善了健康保险的基础设施，在供给侧给予商业健康险更多的支持，充分发挥商业健康险的保险保障功能。

图 6：健康险保费（亿元）及增速



资料来源: Wind，信达证券研发中心

明年健康险复苏主要来自后疫情影响和政策端红利释放

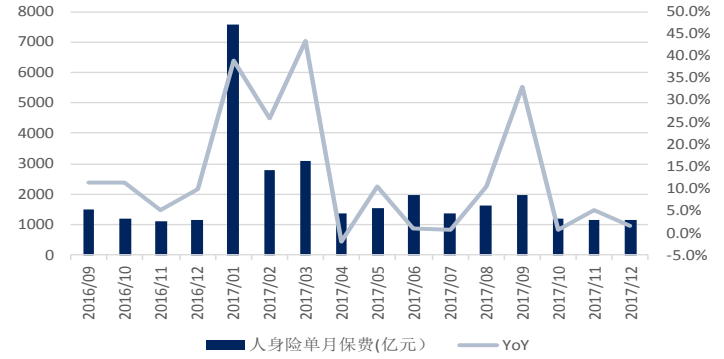
疫情催化保障意识提升，复工复产推动长期保障型产品需求释放。疫情刺激保险保障需求，但由于疫情导致代理人面对面交流严重受阻叠加居民收入下滑，件均较高的复杂型长期保障型产品销售受到较大冲击。疫情期间签单主要以线上为主，产品形态以低件均且较为简单的短期险业务为主。随着复工复产的推进，代理人展业恢复，居民收入提升提振购买力，前期积压的需求不断释放，我们预计长期健康险保费或将迎来恢复性增长。截止 2020 年 9 月，健康险保费增长达 17.4%，高于寿险行业增速，健康险占比 24%（去年同期占比 21%）。

重疾定义调整即将落地利好重疾险销售。10 月 27 日，《重大疾病保险的疾病定义使用规范（2020 年修订版）（终审稿）》已过审，这是自今年 3 月和 6 月两轮征求意见后正式推出，预计重疾新定义将很快落地。与之配套，精算师协会于今年 5 月发布《中国人身保险业重大疾病经验发生率表（2020）（征求意见稿）》。此次重疾修订的重大变化有：1）建立重大疾病分级体系，将恶性肿瘤、急性心肌梗塞、脑中风后遗症 3 种疾病，按严重程度分为重度疾病和轻度疾病。例如将 TNM 分期为Ⅰ期或更轻分期的甲状腺癌由重疾划分为轻疾；2）增加病种数量，适度扩展保障范围，将原有 25 种重疾定义完善扩展为 28 种重度疾病和 3 种轻度疾病。3) 扩展疾病定义范围,优化定义内涵。

展望未来，我们预计重疾定义修订后健康险在经历过去几年的颓势后有望平稳复苏。短期来看，一方面，考虑到老产品在甲状腺赔付上更有优势（新重疾定义对轻度疾病赔付上限不得高于累计保额的 30%），老产品或迎来炒停售（炒停售一般发生于新的监管政策出台后对原来不符合的产品勒令下架，例如根据 76 号文，监管要求 2017 年 4 月 1 日停售因保单贷款比例过高，万能结算利率较高，保障水平不足的保险产品，2017 年 1-3 月单月人身险保费迎来炒停售，增速高达 39%、26%、43%；另外 134 号文要求 2017 年 10 月 1 日限制快返型年金销售，2017 年 9 月迎来又一波炒停售，增速高达 33%）。另一方面，重疾

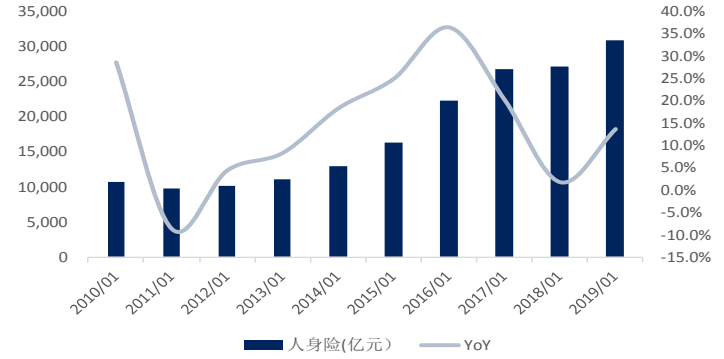
修订后，因保障范围更广或将带来保费的增加。此次重疾修订后，甲状腺从重症划入轻疾后，此前因甲状腺结节被排除在外人群符合了购买重疾的要求（2007 年颁布重疾定义以及 2013 年首套重疾经验发生率表推出后，行业标准更加规范，产品形态更加多样化，增加了轻症和多次赔付，病种增加，保险责任进一步扩大，并出现了轻症豁免责任，2013-2017 年重疾迎来快速增长，人身险保费收入年复合增速达 24.8%）。另外，甲状腺列为轻疾带动风险成本降低，或有效缓解保险公司的赔付压力，一定程度上将引导产品价格的下降，叠加病种数量的增加以及保障范围的扩大将进一步提升客户购买的吸引力。长期来看，由于疫情对居民尤其是高净值客户的冲击较大，经营现金流压力尚未缓解，高件均的长期健康险的购买力仍然受到抑制（今年 6 月以来单月健康险保费增速回落至 20%以内），健康险保费出现大幅增长的可能性不大。

图 7：2017 年 3 月和 9 月人身险单月保费高增



资料来源：银保监会，信达证券研发中心

图 8：2014 年起人身险保费迎来高增



资料来源：银保监会，信达证券研发中心

长期医疗保险费率可调政策提升险企开发长期医疗产品意愿，弥补供需缺口。4 月 2 日，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》，明确费率可调的长期医疗保险产品范围（保险期间超过一年，或者保险期间虽不超过一年但含有保证续保条款的医疗保险产品），同时明确首次费率调整时间。此次的调整延续了银保监会在 2019 年 11 月发布的《健康保险管理办法》中对保险公司可以对长期医疗保险产品进行费率调整的规定，并基于国际上医疗保险费率的普遍做法，各大公司纷纷响应。例如，中国太保推出的安享百万医疗险将保障期限从一年延至 15 年，明确 15 年内保证续保，且被保人不会因为身体状况的变化而影响续保。

从需求端来看，随着 2016 年来互联网渠道的崛起，百万医疗险凭借高保额和低保费规模大幅扩张，客户需求持续提升。2019 年，医疗保险原保险保费收入 2442 亿元，同比增长 32%，高于行业总保费增速约 20 个百分点，占健康险总保费的 34.6%。供给端，百万医疗险本身利润率较低，随着保单赔付的上升，承保利润收窄，保险公司在推广该业务时较为谨慎。目前绝大部分医疗险产品为 1 年期业务，缺乏长期医疗险，而短期医疗产品因停售等原因无法续保，不能有效满足长期健康保障需求。政策有望提升供给端产品开发和销售的积极性，缓解因医疗费用上涨而对险企带来的赔付压力，同时解决因保险人健康状况

变化或产品停售而无法续保的风险，有效弥补需求端和供给端的缺口，医疗保险有望迎来快速增长。

表 4：健康险相关文件

发布时间	文件	主要内容
2019/12/1	《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》	商业健康保险规模到 2025 年要超过两万亿元，未来六年要保持 19%的年均增长率
2020/2/6	《普通型人身保险精算规定》	上调健康保险、意外伤害保险、定期寿险、终身寿险现金价值参数
2020/3/1	《重大疾病保险的疾病定义使用规范修订版（征求意见稿）》	1）建立重大疾病分级体系，2）增加病种数量，适度扩展保障范围，3）扩展疾病定义范围,优化定义内涵。
2020/3/5	《深化医疗保障制度改革的意见》	加快发展商业健康保险，丰富健康保险的产品供给，研究扩大保险产品范围
2020/4/2	《关于长期医疗保险产品费率调整有关问题的通知》	1）明确费率可调的长期医疗保险产品范围，2）明确费率调整的基本要求，3）明确产品条款及产品说明书相关内容，4）明确费率调整的信息披露要求。5）规范保险公司销售行为，明确对违规行为的监管措施。
2020/5/7	《中国人身保险业重大疾病经验发生率表（2020）（征求意见稿》	1）编制新重疾定义下的粤港澳大湾区多病种重疾表，2）编制新重疾定义下的两种老年人代表性重疾经验发生率表，3）编制了新重疾定义下的 2020 年版的重疾表，以及数据更新的 2007 版重疾表。
2020/6/1	《重大疾病保险的疾病定义使用规范修订版（公开征求意见稿）》	轻症疾病累计保险金额不高于所包含相应重度疾病累计保险金额的 30%（前一次征求意见为 20%），其余同 3 月 1 日稿
2020/9/9	《关于规范保险公司健康管理服务的通知》	1）明确健康管理服务的概念和目的，2）提出健康管理服务应遵循的原则和要求，3）完善健康管理服务的运行规则，4）强化健康管理服务的监督管理
2020/10/27	《重大疾病保险的疾病定义使用规范（2020 年修订版）（终审稿）》	同 5 月 7 日

资料来源：银保监会、保险业协会、信达证券研发中心

（二）资产端：利率企稳，压制估值因素减弱

Q2 以来十年期国债利率逐渐企稳，利差损担忧减弱。2020 年 Q2 以来，随着经济的稳步回升，货币政策较 Q1 收紧，以及社融数据超预期使得宽信用预期上升，同时地方债发行迎来高峰期，十年期国债收益率触底回升，从 4 月底的 2.5%回升至目前的 3.2%，存量资产再投资压力减弱，带动固收类资产收益率走强，债券已迎来战略配置阶段。投资收益的向好也有望对冲去年税收高基数、准备金计提增加对利润的冲击，以及增加投资偏差来缓解 NBV 下滑的影响。此外，长端利率上行也缓解了市场对利率下行造成的利差损的担忧。考虑到 1）中国经济持续恢复。三季度经济数据向好，前三季度 GDP 同比+0.7%，累计

实现转正，PMI 数据连续 7 个月位于荣枯线之上，2）易纲在金融街论坛年会表示稳健的货币政策更加灵活适度，精准导向，表明货币政策长期将回归常态化，大幅宽松的可能性不大，基本面向好和货币政策的正常化对资金利率形成支撑，短期内仍将支撑十年期国债利率维持高位，保险股估值有望持续修复。

权益市场投资风格切换，利好保险资产端。权益市场方面，经济延续复苏态势推动企业业绩回升，推动市场风险偏好上升，且货币市场灵活适度保持流动性合理充裕，权益市场有望延续慢牛趋势。另外，三季度经济的复苏提升了顺周期行业板块的景气度，市场风格切换，资金从前期涨幅较高的医药生物、消费等成长板块转移至前期涨幅落后的银行、保险等低估值板块，而保险权益投资偏好低估值、高股息蓝筹股，风格切换有助于提升险企的投资收益，提升了保险股的配置价值。

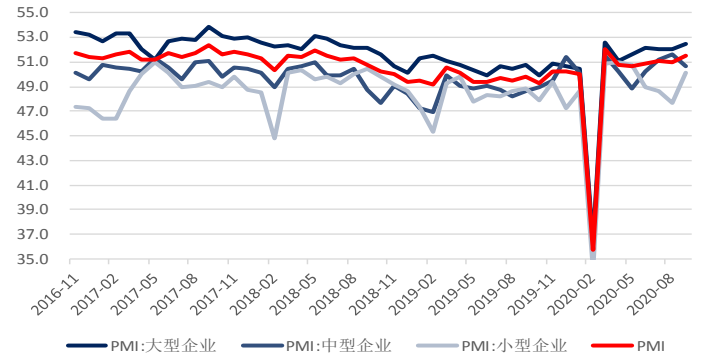
2020 年以来投资端利好政策频出，险资投资空间进一步放开。今年以来监管拓宽保险资金投资范围，允许保险资金投资于国债期货、银行资本补充公债券以及松绑权益配置上限，丰富了保险资金投资标的，满足保险资产配置需求，有助于险企在利率下行趋势下缩短资产负债缺口，获得信用价差，适度提高权益资产配置占比，提升保险投资的收益率水平。

图 9：10 年期国债收益率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 10：PMI 连续 7 月在荣枯线以上



资料来源:Wind，信达证券研发中心

表 5：保险投资相关文件

发布时间	政策	主要内容
2020/3/25	《保险资产管理产品管理暂行办法》	打破刚性兑付、消除多层嵌套、去通道、不得承诺保本保收益，要求坚持保险资管产品私募定位，面向合格投资者非公开发行，形式上包括债权投资计划、股权投资计划、组合类保险资管产品等。

2020/5/27	《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》	1）放宽保险资金投资的资本补充债券发行人条件。取消发行人总资产不低于 1 万亿元，净资产不低于 500 亿元的要求；取消资本充足率数量要求；取消发行人外部信用等级 AAA 级的要求。2）取消可投债券的外部信用等级要求。3）明确保险机构信用风险管理能力应当达到银保监会规定的标准，并且上季度末偿付能力充足率不得低于 120%。4）要求保险机构按照发行人对资本补充债券权益工具或者债务工具的分类，相应确认为保险机构的权益类资产或者固定收益类资产，并纳入相应监管比例管理。
2020/7/1	《保险资金参与国债期货交易规定》、《保险资金参与金融衍生产品交易办法》、《保险资金参与股指期货交易规定》	国债期货：一是明确参与目的与期限，保险资金参与国债期货应以对冲风险为目的，不得用于投机目的。二是明确保险资金参与方式，三是规定卖出及买入合约限额，控制杠杆比例；衍生品：一是明确保险资金运用衍生品的目的。二是强化资产负债管理和偿付能力导向。三是新增保险资金参与衍生品交易的总杠杆率要求。股指期货：一是调整对冲期限、卖出及买入合约限额和流动性管理相关要求。二是明确合同权责约定。
2020/7/17	《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》	1）设置差异化的权益类资产投资监管比例。明确八档权益类资产监管比例，最高可到占上季末总资产的 45%，2）明确规定偿付能力充足率不足 100%的保险公司，不得新增权益类资产投资，责任准备金覆盖率不足 100%的人身险公司、资金运用出现重大风险事件、资产负债管理能力较弱且匹配状况较差、受到处罚的保险公司，权益类资产监管比例不得超过 15%。3）规定保险公司投资单一上市公司股票的股份总数，不得超过该上市公司总股本的 10%

资料来源：银保监会、信达证券研发中心

二、行业复盘：投资端为保险估值的重要决定因素，负债端决定 Alpha

复盘保险股，我们发现保险股走势主要受长端利率、资本市场和负债端影响。保险三差中，利差是利源的主要贡献因素，而投资收益主要影响因素为长端利率和权益市场表现。长端利率通过影响存量和新增固定资产再投资收益率影响险企的投资收益并进一步影响投资偏差和 EV，同时影响准备金折现率进而影响险企会计利润。因保险投资固收类占比较高（约 60-70%），且多为持有至到期，长端利率水平决定了债券的长期配置收益率，因此长端利率水平决定了保险的估值中枢，可以看到利率走势和保险股估值呈正相关（尤其在 2016 年后这种相关性更加明确）。权益牛市则助推保险指数的超额收益。保险指数和权益市场相关度较高，呈现同涨同跌局面。权益投资较高的弹性导致牛市时投资收益被放大，尤其是市场风格偏好蓝筹股时（险资偏好配置蓝筹），保险指数有望实现超额收益。当利率上行，叠加权益牛市且负债端业绩向好的背景下，保险股有望获得超额收益，例如 2017 年。而当利率下行，叠加权益熊市和负债端面临压力的背景下，保险股走势明显下降，例如 2018 年上半年。

图 11：2015 年以来保险 II 指数与十年期国债收益率高度相关



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 12：2016 年以来保险股估值和利率走势高度相关

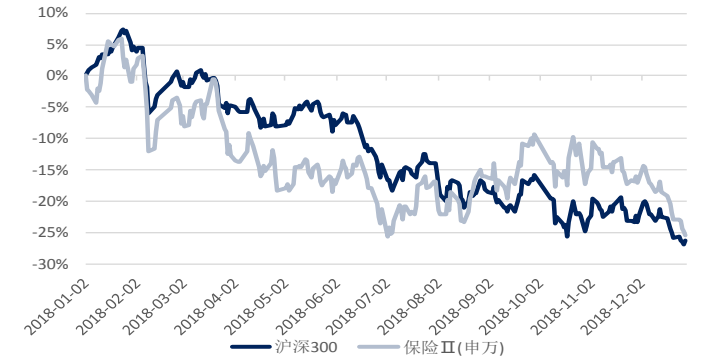


资料来源：Wind，信达证券研发中心，注：保险行业为四家上市险企，国寿、平安、太保、新华

利率对保险指数的影响短期容易受权益市场扰动，保险股呈现较强的 beta 属性。例如 2016 年四季度，利率对估值影响在利率上行初期并不明确，受权益市场的影响更大，而后期随着经济的逐步企稳以及利率上行的趋势确定性增加，叠加 5 月底后权益市场上涨，保险股估值得到不断修复。同样，尽管降息自 2014 年 11 月开始启动，但直到 2015 年中期，保险股估值仍然大幅上升，表现出较强的 Beta 属性，而后随着利率下行的确定性增加以及权益市场下行，保险股估值开始回落。

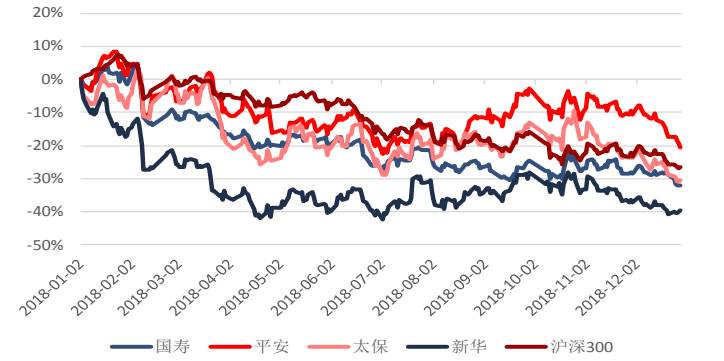
负债端的表现与保险板块超额收益相关性较弱，但利率下行周期中，负债端的变化（保费的改善，NBV 和 EV 增长）能影响股价走势并决定个股估值的分化，例如 2018 年十年期国债收益率下行，权益市场低迷以及代理人红利减弱，但随着三季度负债端出现改点并且改善趋势的逐步确认，保险指数迎来反弹并跑赢沪深 300 4pct。个股方面，得益于平安负债端表现优于行业，高速增长的 NBV 起到了助推作用，三季度后股价阶段性回升，跑赢大盘且领先同业。

图 13：2018 年保险 II 和沪深 300



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 14：2018 年个股股价表现 vs 沪深 300



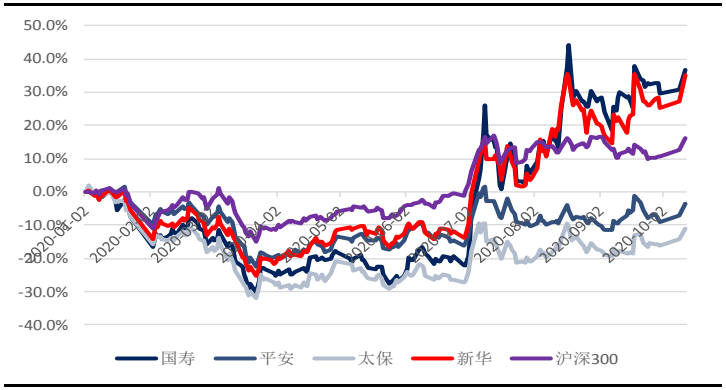
资料来源：Wind，信达证券研发中心

（一）2020 年至今回顾-负债端仍未见拐点，利率上行趋势确立

行业来看，2020 年初，受新冠疫情影响，代理人展业受限同时居民可支配收入下滑，开门红严重受创，长期保障型和大额年金销售均严重承压，前三季度代理人销售难度依然较大导致人力尚未企稳，同时险企二三季度加大内部考核清虚不达标人力，全年负债端仍然面临较大压力，行业保费增速和 NBV 承压，业绩尚未见拐点。投资端，年初经济下滑导致十年期国债收益率急剧下跌，到 4 月份一度破 2.5%。权益市场资金一度流向了医药生物、消费等具备避险价值的板块。保险板块严重受挫，上半年保险指数下跌 16.4%，跑输沪深 300，2020E 滚动 PEV 从年初的 0.95x 下滑至 0.73x。下半年，国内经济稳步复苏，宽货币转向宽信用，投资端长端利率从四月低点 2.5%一度攀升至目前的 3.1-3.2%，权益市场交投活跃，风险偏好提升，投资风格从医药消费等板块切换至低估值蓝筹板块，保险指数回升并跑赢沪深 300，估值得到显著修复。

从个股表现来看，2020 年，各险企经营策略的差异导致个股分化较为明显。下半年部分负债端业绩领先的险企例如国寿和新华估值远超同业(截止 2020 年 10 月 26 日，国寿>新华>平安>太保累计涨幅分别为 39.86%>36.79%>-1.1%>-5.43%)。正如上文所述，负债端差异影响决定了个股的分化。在前期投资端承压的背景下负债端优于同业的首先迎来股价的拐点并带来估值的分化，而背后的**核心原因在于通过开门红售卖利率较高的快返型年金险，奠定了全年保费的高增长基调，同时人力策略上逆势放开增员入口**，代理人凭借开门红较好的销售业绩，提升产能的同时收入也得到提升，提升士气，进而创造更多的新单和价值，形成良性循环。而权益牛市时寿险公司更高的弹性也进一步放大了超额收益。在后续资产端环境温和向上的背景下，我们认为负债端将持续决定个股的表现。

图 15：2020 年以来上市险企股价表现



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 16：2020 年以来上市险企估值表现

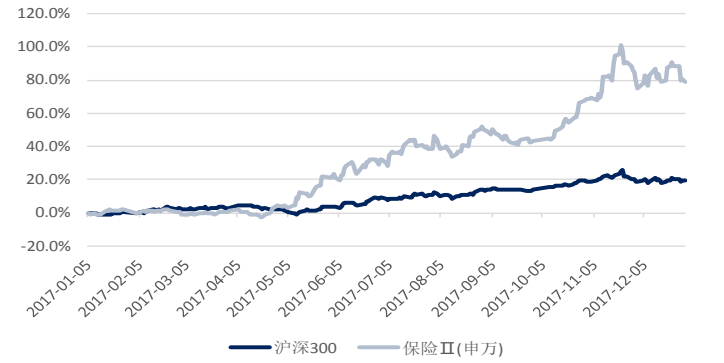


资料来源：Wind，信达证券研发中心

（二）行业复盘- 2017 年资产负债共振，保险股迎来戴维斯双击

我们重点复盘 2017 年，主要由于明年开门红背景与 2017 年（负债端大幅提振，十年期国债收益率上行以及白马行情，保险股走出独立行情）极其相似，资产负债全面向好，申万保险 II 指数明显跑赢沪深 300，PEV 从年初的 0.95x 提升至 0.98x。

图 17：2017 年保险 II（申万）走出独立行情

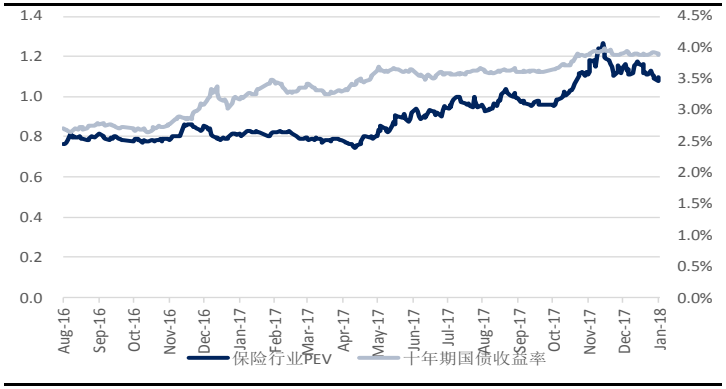


资料来源：Wind，信达证券研发中心

✓ **投资端长端利率企稳，权益市场迎来蓝筹结构性牛市。**2017 年国内宏观经济复苏，美联储进入加息周期，十年期国债收益率从 2016 年四季度的低点 2.65%回升至 2017 年四季度的 3.88%，提升幅度超过 100bp。因保险配置以固收类为主，利率上行使得存量资产的再投资压力下降，利差提升。投资收益率提升也增加了正向投资偏差，提高内含价值。权益市

场方面，2017 年全球经济回暖下，国内经济超预期增长，权益市场迎来蓝筹行情（沪深 300 全年上行 20.6%）。

图 18：2017 年保险 PEV vs 十年期国债收益率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

✓ **负债端险企深耕价值转型，开门红回归主流。**受 2016 年严控中短存续期产品（尤其是万能险）影响，资产驱动负债的模式难以为继，保险行业开始加速价值型转型，业务结构向好，价值率上升，新业务价值增速位于 20-40%（除新华）。2017 年开门红产品回归主流，主打分红年金（2016 年主推年金险+万能）类长期储蓄型险种，且交费期限也有所拉长（停售趸交型产品），同时预定利率由 2016 年的 3.5%、4.025%下降至 2.5%和 3.5%水平，较 2016 年下调了 0.5-1.5ppts，负债端成本下降带来利差改善明显。

我们总结 2017 年股价表现主要还是受利率上行的影响催化，此外，负债端人力增长带来的业绩兑现叠加价值提升以及权益市场牛市助力估值进一步提升。

反观 2020 年下半年至今，利率环境不如 2017 年更乐观，十年期国债收益率从 4 月份低点至今上涨约 60bp。从 GDP 来看，2017 年全年 GDP 增长 6.95%，而今年前三季度 GDP 恢复至 0.7%。负债端，2017 年 NBV 增速高达 20-40%，而今年截止 Q3,仅国寿呈现小个位数增长。此外，代理人红利消失，受疫情影响目前人力尚未企稳，负债端拐点仍未显现。股价表现上看，2017 年全年保险行业涨幅 80%，PEV 从年初的 0.81x 提升至 1.11x。我们推测在今年利率企稳的大背景下，叠加明年开门红负债端向好的预期（保费增长以及人力回升），估值提升的确定性强。股价涨幅虽不如 2017 年，但仍有望跑赢大盘。

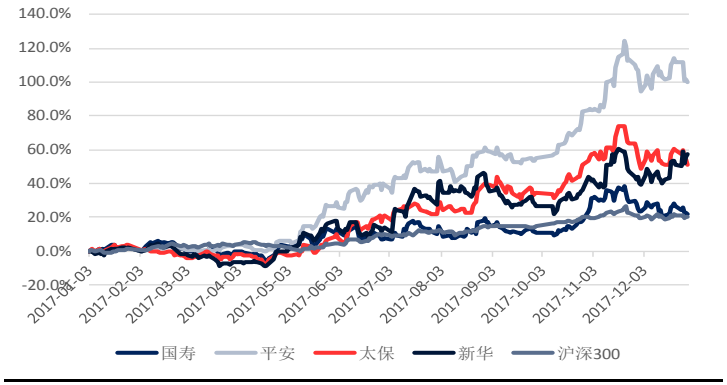
（三）2017 年个股差异比较-负债端决定估值分化

负债端新单和价值决定估值水平

个股来看，上市险企表现分化。截止 2017 年 12 月 31 日，累计涨幅平安>新华>太保>国寿，分别为 97.2%，54.5%，47.4%，

17.3%，除国寿外均跑赢沪深 300（YoY+21.4%）。估值方面，平安 2017 年三季度开始领先行业，估值最高达 1.6x，太保（年底达 1.2x）和新华（年底达 1.3x）次之，国寿从年初第一降至最后(年底 1.1x)。上市险企股价表现差异的核心原因在于基本面的差异，即 1）负债端新单增长表现亮眼，且业务结构较优，2）价值转型突出，3)代理人渠道优势突出的险企有望获得估值溢价。

图 19：2017 年上市险企股价表现



资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 20：2017 年上市险企估值



资料来源:Wind，信达证券研发中心

中国平安：平安 2017 年涨幅远超行业，资产负债共振带来远超同业的 ROEV。负债端：从新单增速来看，开门红是 2017 年奠定全年负债端保费增长的重要因素之一。从开门红表现来看：2017 年首月保费成绩亮眼。国寿、平安、太保、新华 1 月原保费收入同比分别+30%、42%、56%、-35%（新华负增长因进行价值和续期拉动模式转型，停售高现价产品，收缩银保渠道）。平安和太保开门红新单保费的高速增长助力其全年新单同样领先：2017 中国平安新单保费高增，同比+26.4%（国寿、太保、新华分别为 8.15%、25.2%、-33.5%）。从价值来看，平安价值转型领先，1）个险渠道优势突出，2017 年个险渠道占比达 86%，高于同业（国寿、太保、新华分别为 66%、84%、65%）。代理人数量高增，同比+25%（国寿、太保、新华分别为 5.6%、33.8%、6.1%）。产能方面，平安较早推出“优才计划”，严格清虚，科技赋能代理人增员、展业、获客、培训等众多环节，代理人产能显著领先同业，2017 年代理人月均产能约 8373 元。2）业务结构持续优化，平安长期保障型产品占比稳步提升，2017 年占比达 44%（国寿、太保、新华占比分别为 18%、42%、35%），期交业务占新单保费占比达 91%（国寿、太保、新华分别为 50.5%、95.1%、87%）。3）价值提速。NBV 增速保持行业领先水平，2017 YoY+32.6%，仅次于太保（YoY 40.3%）。EV 增速领先行业，2017 年 EV 增速达 38%，位居上市险企首位（国寿、太保、新华分别为 12.65%/17.9%/18.6%）。2017 年公司 ROEV 达 35.5%，同比提升 8.5pct，明显高于其他险企，对应高于行业的 PEV。

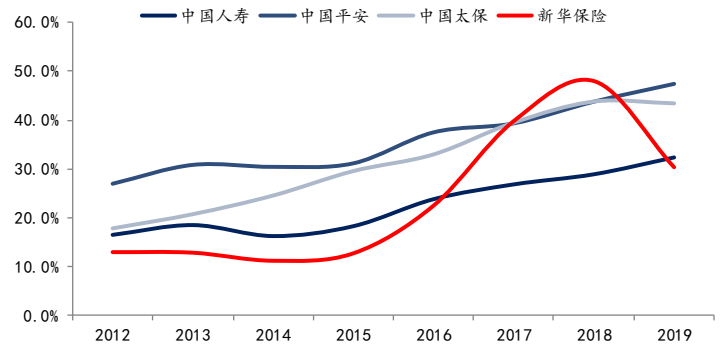
中国太保：2017 年太保涨幅较高，坚定价值转型。2017 年上半年，公司正式启动了转型 2.0，聚焦队伍升级、服务增值和科技赋能，带来价值的稳健增长。太保聚焦个险，价值增长强劲，代理人渠道占比持续提升，NBV 增速大幅提升（2017 年

YoY+40.3%，2013 年来首次超过平安）。公司重视长期保障型业务的发展，一方面结构不断优化，期交占比提升，缴费期限延长，一方面在产品端，长期保障型产品体系不断完善，从 2013 年金佑主附险，2014 年的安行宝，到 2015 年的爱无忧，2016 年的超能宝，到 2017 年对金佑等主力保障型产品全面升级，长期保障型新单保费大幅增长，占比由 2014 的 21%提升至 2017 年的 41.7%，带来价值的强劲增长。

新华保险：坚定保障型转型。2016 年以来新华转型加速，由新单拉动保费转变为以续期拉动保费的格局。大力缩减银保趸交业务，2017 年压缩至 4100 万，而续期保费增速逐年提升，续期占比从 2015 年的 53%提升至 2017 年的 70.9%。最大亮点在于发力健康险带来新业务价值率迅速提升，健康险占首年保费的比重从 2015 年的 14.5%提升至 2017 年的 35%。尽管转型仍处于阵痛期，2017 年新单降幅明显，市占率缩水，但市场看好公司长期价值导向，因此涨幅仅次于平安。

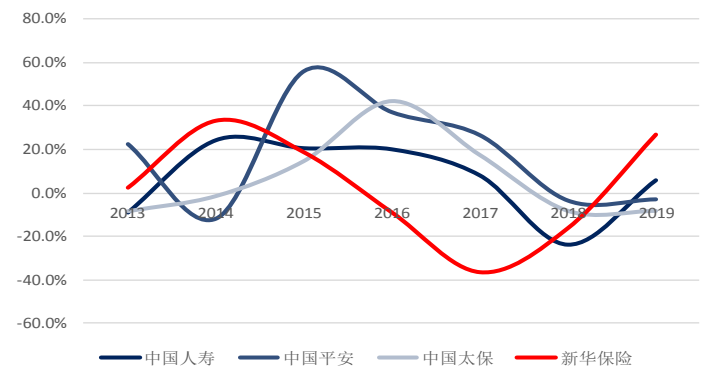
中国人寿：转型落后于同业。2017 年国寿涨幅最低，源于转型慢于同业，个险渠道占比、期交占比、新单保费增速、新业务价值、新业务价值率等各项业务指标均落后于同业。

图 21：NBV margin



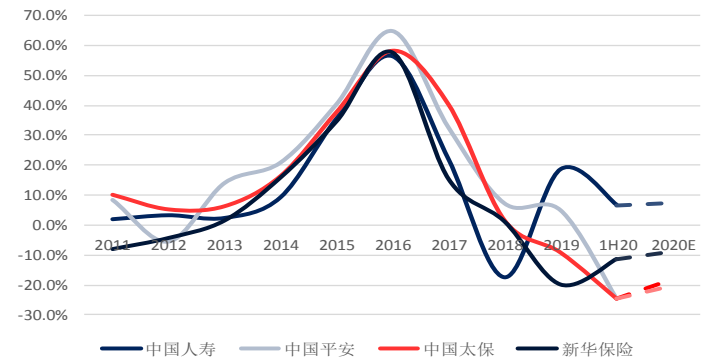
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 22：新单保费增速



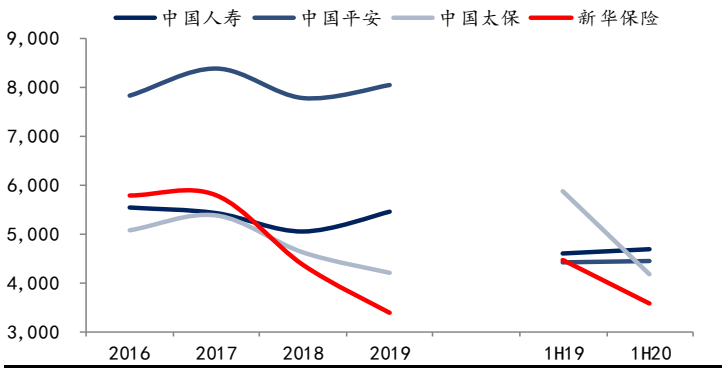
资料来源:Wind，信达证券研发中心

图 23：NBV 增速



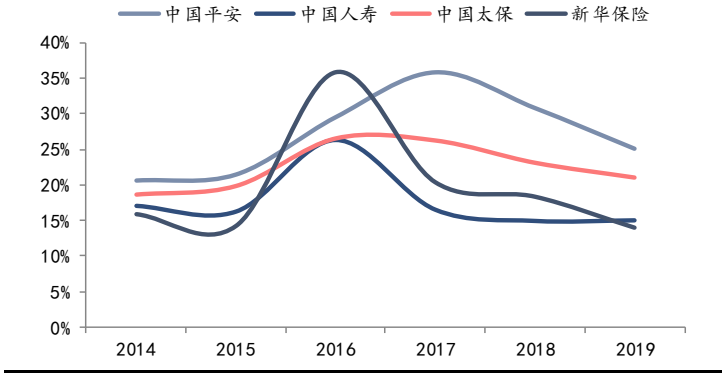
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 24：代理人产能（元/月）



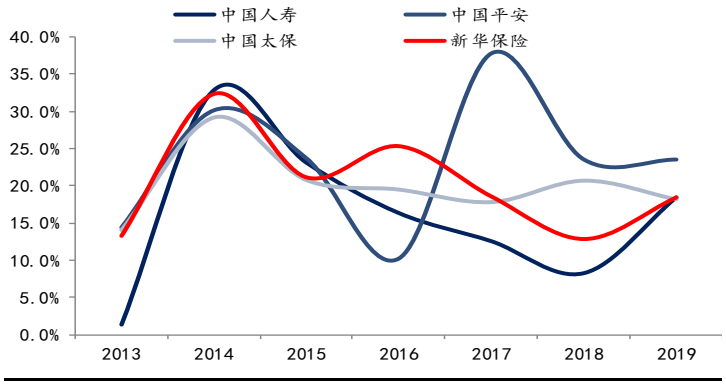
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 25：ROEV



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 26：EV 增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

站在当下时点，**我们认为负债端恢复的动力首先来源于人力数量的推动。**市场对平安和太保仍然存疑，主要源于人力数量尚未企稳，代理人脱落导致新单和价值持续承压，客户续保率持续下降（1H20 平安、太保 13 个月继续率跌至 88.1%和 86.9%），负债端业绩兑现仍然存疑。而入口端加大人力招募后，留存是关键。当下代理人红利逐渐消退，行业清虚接近尾声，通过销售获客类年金产品提升代理人业绩，并实现留存，是未来业绩出现拐点，实现产能扩张的基础。

四、投资建议

保险股估值由长端利率决定，同时具备强 beta 属性，而负债端的表现与保险板块超额收益相关性较弱，但负债端的变化（保费的改善，NBV 和 EV 增长）能影响股价走势并决定个股估值的分化。当前利率上行，保险股估值在上半年的大幅下挫后逐步修复，而负债端仍然承压。在明年开门红较高预期下，负债端拐点有望显现，同时保障型产品销售有望为估值提升带来进一步上升动力。

展望未来，短期来看，负债端，鉴于 1）竞品收益率下降以及理财净值化转型、2）险企较往年更重视开门红、3）开门红低基数、4）年底资金充裕催生理财需求、5）疫情促使小客户转变消费心态，存钱意愿提升的背景下，我们认为在年金险规模放量下明年一季度保费有望实现高增，NBV 有望在去年低基数下大幅提振。对于保障型产品，一方面疫情使得居民对保障类产品的关注度提升，购买意愿增强，另一方面，重疾定义修订将近，四季度旧的重疾产品将迎来最后销售窗口，带来炒停预期。资产端，当前 10 年期国债收益率上升至 3.2%，已步入险企战略配置区域。Q4 开门红预期叠加投资端（利率上行叠加风格切换至权益蓝筹）共振，保险股估值有望进一步提振。

长期来看，考虑到 1）疫情对大客户公司经营带来较大冲击，仍通过保单借款帮助其缓解流动性压力，购买大额年金险以及保障型产品的意愿大幅下降，销售情况或不及 2017 年，2）保险作为顺周期行业，考虑到未来经济下行压力仍存，我们认为保险行业长期拐点仍需观察。此外，个股来看，四季度以来将迎来估值切换，截止 2020 年 10 月 31 日，国寿、平安、太保、新华 2021PEV 分别为 1.05x、0.91x、0.60x、0.73x，建议关注负债端优势显著，人力质态有望进一步夯实且估值较低的新华、以及负债端业绩即将显著改善且估值较低的太保。

风险因素

受疫情影响，代理人展业恢复进度不及预期；代理人产能下滑导致人员脱落；资本市场大幅波动带来投资收益急剧下降；利率下行将缩窄固定利率工具利差空间，并影响会计利润。

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019 年 11 月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于 2020 年 4 月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019 年加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。