

逆周期调节持续加码，国寿新华领跑 健康险业务大涨

图说2020年3月上市险企保费数据及投资建议

长城证券研究所 非银行金融行业

分析师：刘文强

执业证书编号：S1070517110001

联系人（研究助理）：张永

从业证书编号：S1070118090027

2020.4.20

核心观点

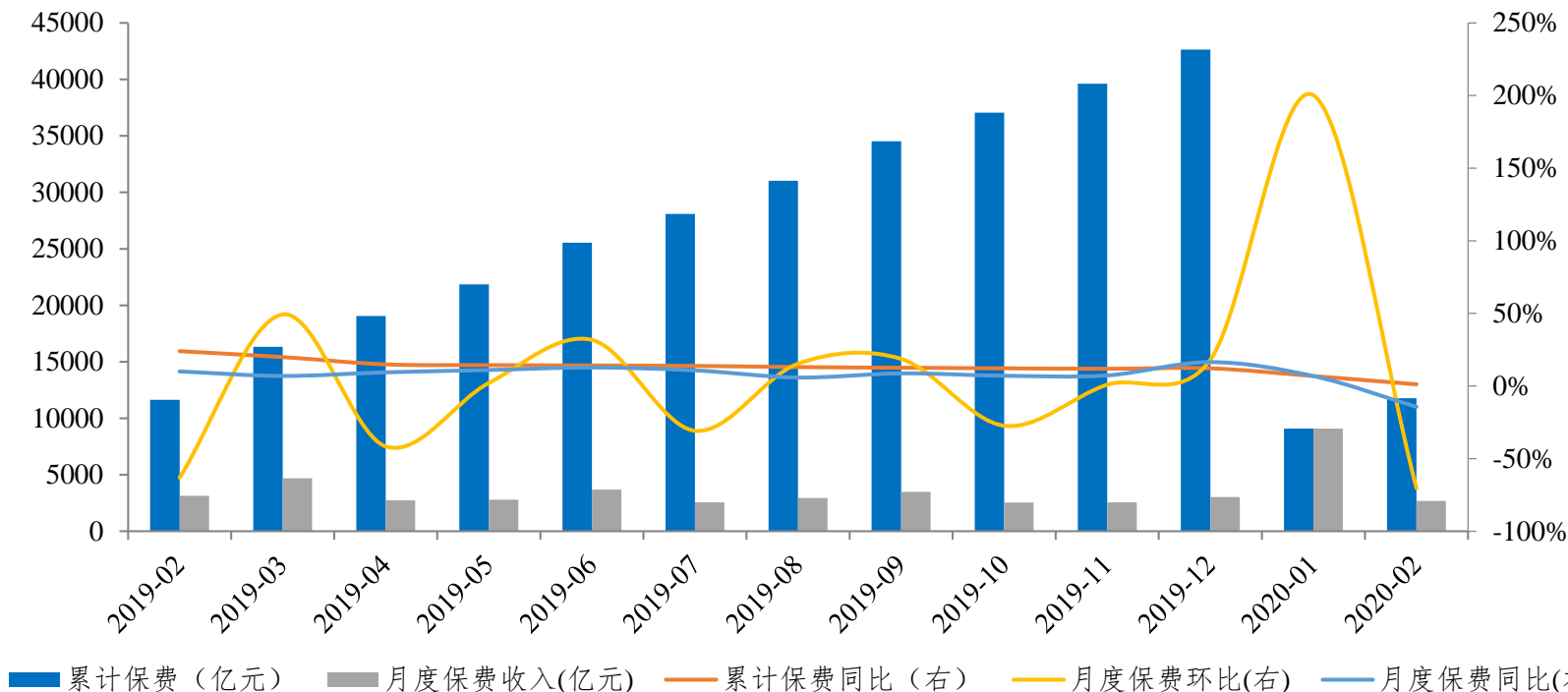
- 全球新冠肺炎新增确诊病例有所放缓，3月下旬以来，海外流动性危机缓解，世界主要市场指数有所反弹。国内原发疫情基本平息，随着全面复工复产的推进，最主要矛盾逐渐从生产停滞转移至海外需求低迷，政治局常委会议强调要做好较长时间应对外部环境变化的思想准备和工作准备。3月份新增社会融资总额5.16万亿元，同比多增2.2万亿元，M2增速10.1%，环比上升1.3个百分点，信贷社融数据好于预期，反映了企业逐步复工复产对于补充流动性的需求比较强。4月15日，央行对中小银行实施定向降准 0.5 个百分点，释放长期资金约 2000 亿元。同日，央行开展 1000 亿元 1 年期 MLF，中标利率2.95%，较此前下调20个基点（BP）。国内经济金融政策空间整体较大，预计未来逆周期调节力度将继续加码。
- 负债端，新华保险1-3月保费收入累计同比增速34.9%，3月当月保费收入保持两位数增长；中国人寿领涨态势转变，3月当月保费收入增速转负至-4.04%；中国平安增长扭负为正，3月当月保费收入增速1.9%，较上月提升9.7pct；中国太保3月当月保费收入增速2.85%，扭转负增长态势；中国人保3月保费收入提速明显，增速达11.64%，随着复工复产推进，人保政策险有望迎来机遇期。
- 投资端，资本市场中保险资金动作频频。截至4月10日，保险公司举牌次数已达15次，已超越2019年全年的10次，锁定对象以H股为主。中国人寿先后举牌农业银行H股和中广核电力H股、中国太保H股。保险资金开展新一轮自查自纠，重点排查内容主要包括：投资决策运行机制、资金运用范围和模式、关联交易和利益输送、重点领域投资风险。
- 政策方面：3月31日，银保监会印发《重大疾病保险的疾病定义使用规范修订版（征求意见稿）》。增加重疾种数量、扩展保障范围，首次引入轻度疾病定义。将原有的25种重疾定义完善扩展为28种重度疾病和3种轻度疾病。短期有助于推动现有重疾产品的销售，长期有助于从政策层面规范重疾产品的开发，遏制行业内同质化的恶性竞争，促进各险企实施差异化重疾产品设计的发展路径。
- 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》。一是明确费率可调的长期医疗保险产品范围，目前仅限于采用自然费率定价的长期医疗保险。长期看有助于丰富多层次化医疗保险产品供给，激发健康险市场发展潜力。利好具有长期医疗险产品开发资格的人身险公司，对财险公司的健康险业务形成一定冲击。二是规定了长期医疗保险产品费率调整的基本要求，并对费率调整的触发条件、内部决策机制和工作流程做出具体规定。将产品定价权和费率调整权交给市场，对险企的定价和风险控制能力提出考验。三是明确信息披露义务、规定保险公司不得上浮费率的“负面清单”，有助于保护消费者合法权益。
- 4月16日，银保监会制定《保险代理人监管规定（征求意见稿）》，再次面向社会公开征求意见。涉及重点内容有：一是《规定》将对个人保险代理人实施分类管理，明确提出要“加快建立独立个人保险代理人制度”，后续监管制度有待进一步完善。二是对市场主体的准入制度做出明显调整。对区域性代理机构注册资本金的最低限额由1000万元提升至2000万元；取消保险中介机构许可证三年有效期的规定。三是明确保险中介机构投资主体不能是保险公司高管及其近亲属，保险中介机构高管须符合履职回避的有关规定。预计《规定》出台后，有助于解决保险中介乱象及代理人行业存在的痼疾，长期利好保险业市场秩序和行业形象。

投资建议

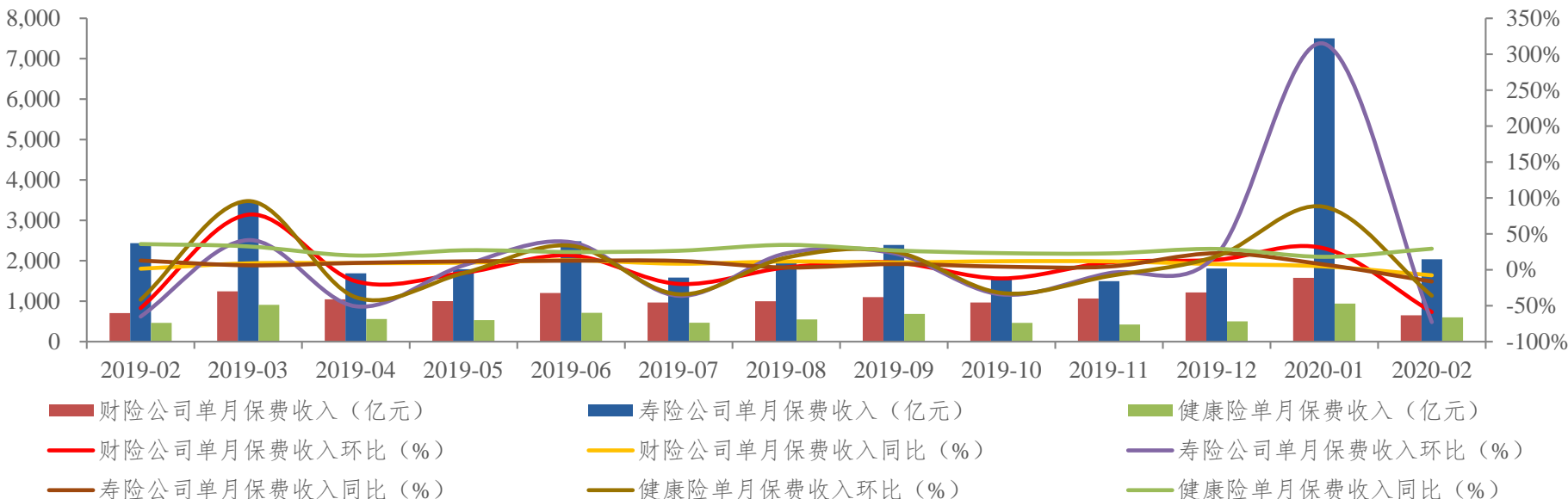
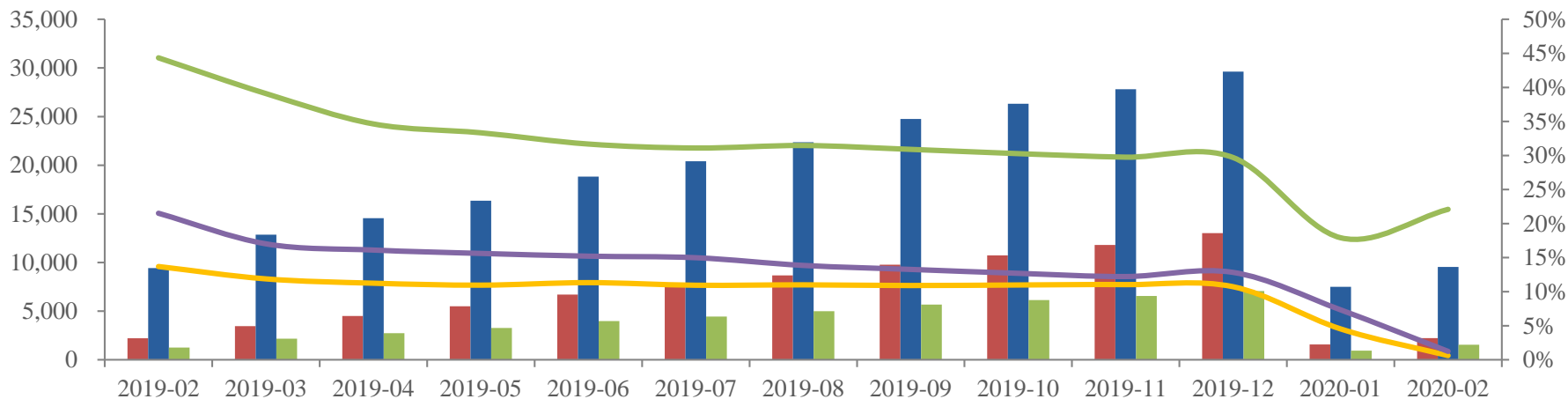
- 上市险企负债端开门红策略有所分化，转型节奏一定程度影响NBV增速。**中国平安**在业务节奏、产品策略、销售队伍及总部架构方面均做出了调整，队伍方面以新业务价值为导向；2019年11月8日正式启动，12月进入第二阶段，预计影响大于国寿。疫情期间，**平安人寿**为稳定代理人队伍也采取了一系列的措施，包括充分利用线上工具开会、培训、增员以及展业等，实行最低考核制度，同时也给予了代理人更大力度的补贴。**新华保险**随着新管理层落地，须密切关注公司规模与价值平衡的新战略，公司较早推进开门红，1、2、3月当月保费增速分别为54.26%、18.0%和18.7%，一季度受疫情影响较小；**中国太保**持续推进转型2.0战略，队伍方面致力于做大核心人力，开门红策略调整使公司Q1保费及NBV增速受疫情影响显著；**中国人寿**保持战略定力，增员实现了“量质齐升”，较早布局开门红，为今年销售保障型产品及NBV达成腾出空间，1-3月保费收入累计同比增速13%，市场化调整投资端和负债端组织管理体系；中国人保寿险通过做强队伍、做优期缴，实现新业务价值的持续较快增长；**中国太平**开门红布局较晚，3月下旬已经新增了8.5万人，超过Q1增员8万人目标，需要关注代理人销售能力提升。
- 监管不断落实高层精神，相继推出政策促进保障型产品发展。同时，保险股具备防御价值，从目前测算的数据，与目前10年期国债收益率约2.5%的水平以及中国长期稳健的经济基本面相比，及监管层稳定市场策略逐步推出，当前股价反映的无风险利率预期过于悲观，利率影响有所钝化，持续下行空间应该不大，高分红低估值的保险股配置价值凸显。操作与节奏层面上，还是密切关注海外地区的疫情发展，跟踪好A50期货走势。我们重点推荐关注**中国人寿**（公司稳步推进“鼎新工程”，2020Q1NBV有望延续强劲领跑态势、未调整2020年公司业务发展指标且指引NBV增速有望实现两位数增长、自有流通市值小）；重点推荐关注**中国太保**（全面推进转型2.0，聚焦价值、聚焦队伍、聚焦赋能，队伍方面致力于做大核心人力，科技赋能协同加速，打造“保险+科技+健康+养老”生态闭环；拟GDR发行优化公司股权结构，高位稳定分红具有长期吸引力）；推荐关注**中国平安**（在业务节奏、产品策略、销售队伍及总部架构方面均做出了改革调整，队伍方面以提高新业务价值为导向。2019年核心指标基本稳定，迈向更高阶的闭环体系，稳定分红提升长期投资价值）；推荐关注**中国人保**（公司坚定推进“3411”工程，财险实现保费收入4316亿元，同比增长11.25%；产险结构优化，非车险比重提高；寿险坚定做大个险期缴业务，新业务价值快速增长）；推荐关注**新华保险**（连续3个月的高速增长且超越太平集团居第5位，目前估值较低，存在补涨空间）；港股建议关注极低估值的**中国太平**，人民币口径下NBV同比-18.8%（港币口径NBV-20.6%、EV+21.3%），NBV margin28.4%。
- 风险提示：中美贸易摩擦波动风险；市场大幅下跌风险；政策改革不及预期风险；宏观经济下行风险；流感肺炎疫情持续蔓延影响等

行业2月保费收入增速下行，健康险业务大幅增长

- 2月保险行业累计原保险保费收入11768亿元，同比1.12%，较上月下降5.72pct；寿险公司累计原保险保费收入9541.34亿元，同比增长1.23%，较上月下降6.09pct；产险公司累计原保险保费收入2226.45亿元，同比增长0.62%，较上月下降3.93pct。
- 2月保险行业单月保费收入2687亿元，同比-14.37%（1月为6.84%），环比-70.41%（1月为200.02%）；寿险公司单月保费同比-16.28%（1月为7.32%），环比-72.84%（1月为314.57%）；产险公司单月同比-7.76%（1月为4.55%），环比-58.80%（1月为29.82%）。
- 健康险2月累计保费收入664亿元，前2月同比增速为22.09%（前1月为17.92%）；2月单月同比29.25%（1月为17.92%），环比-36.13%（1月为87.45%）。在疫情激发全民保险保障意识的背景下，健康险业务有望保持高速增长，以期提前实现2025发展目标。



险企2月保费收入当月负增长，健康险当月29.3%



2月各险类新增风险保障金额和保单件数

2020年2月	新增保单件数 (亿)	保额 (万亿)	件均保额 (万)
行业合计	25.05	525.35	20.97
产险公司	23.88	382.96	16.04
人身险公司	1.17	142.38	121.55
分险种	新增保单件数 (亿)	保额 (万亿)	件均保额 (万)
车险	0.25	13.69	53.98
责任险	4.22	68.87	16.34
农险		0.39	
货运险	1.86		
保证险	1.96		
寿险	0.03	2.48	76.19
普通寿险	0.03		
意外险	7.96	153.58	19.30
健康险	4.50	208.33	46.25

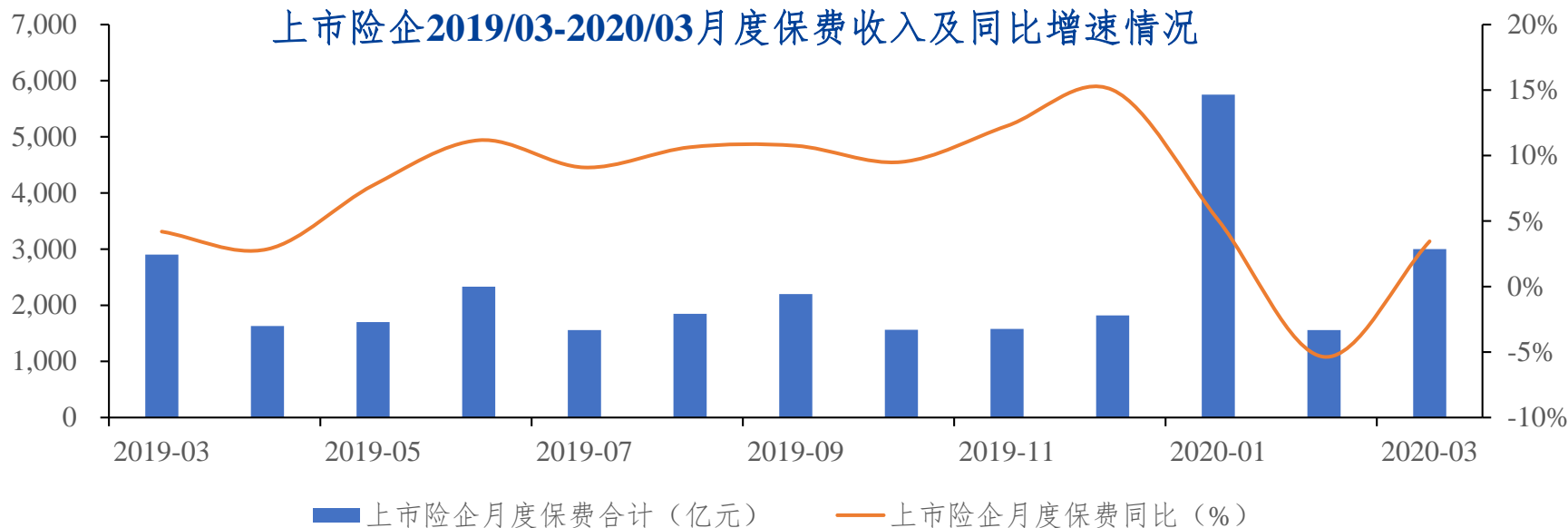
2月保费收入和市场份额前十名险企

人身险公司	保费收入/亿元	市场份额	财产险公司	保费收入/亿元	市场份额
中国人寿	2280.44	25.69%	人民财险	750.21	33.70%
平安人寿	1365.10	15.38%	平安财险	476.20	21.39%
太平洋人寿	667.33	7.52%	太平洋财险	241.07	10.83%
中国人保寿险	422.47	4.76%	国寿财产	128.04	5.75%
太平寿险	418.29	4.71%	中华联合财险	80.15	3.60%
前海人寿	405.03	4.56%	大地财险	79.15	3.55%
新华保险	395.60	4.46%	阳光财险	60.97	2.74%
泰康人寿	390.05	4.39%	太平保险	44.32	1.99%
华夏人寿	270.12	3.04%	英大财险	27.82	1.25%
百年人寿	242.80	2.74%	天安保险	25.95	1.17%
中国人寿	2280.44	25.69%	人民财险	750.21	33.70%
CR10	6857.22	77.25%	CR10	1913.87	85.96%

上市险企3月当月保费增速3.5%

从上市保险公司3月保费情况来看，2020年1月-2020年3月，国寿、平安、新华、太平、人保、太保、西水、天茂月度保费增速分别为22.61%/10.11%/-4.09%（614.55%/-82.16%/131.02%），-8.81%/-7.79%/1.91%（98.47%/-67.37%/47.06%），54.07%/18.05%/18.73%（286.39%/-71.16%/111.00%），-8.28%/-0.88%/-0.41%（258.20%/-79.39%/113.43%），-3.57%/-9.32%/11.65%（115.91%/-64.83%/115.51%），3.86%/-5.17%/2.83%（271.88%/-69.40%/85.85%），7.94%/-14.84%/8.55%（33.94%/-59.47%/107.52%），-11.79%/-57.32%/17.66%（323.28%/-37.09%/48.45%）。2020年1-3月国寿、平安、新华、太平、人保、太保、西水、天茂累计保费同比增速分别为13.02%、-5.99%、34.92%、-5.4%、0.28%、1.97%、3.18%、-24.65%。重点上市公司保费增速优于行业。

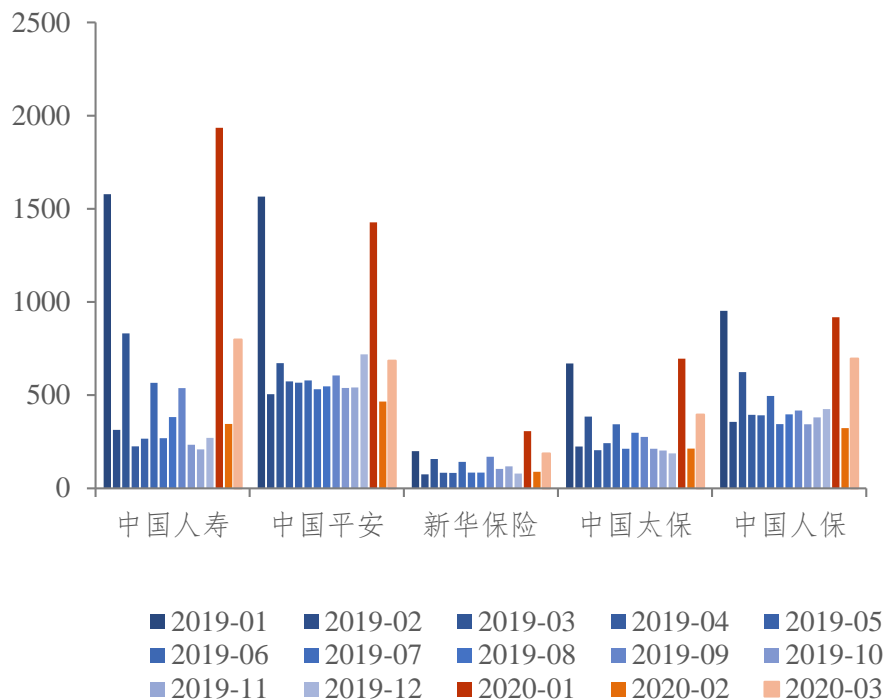
#增速表示为：同比增速2020年1月/2020年2月/2020年3月（环比增速2020年1月/2020年2月/2020年3月）。



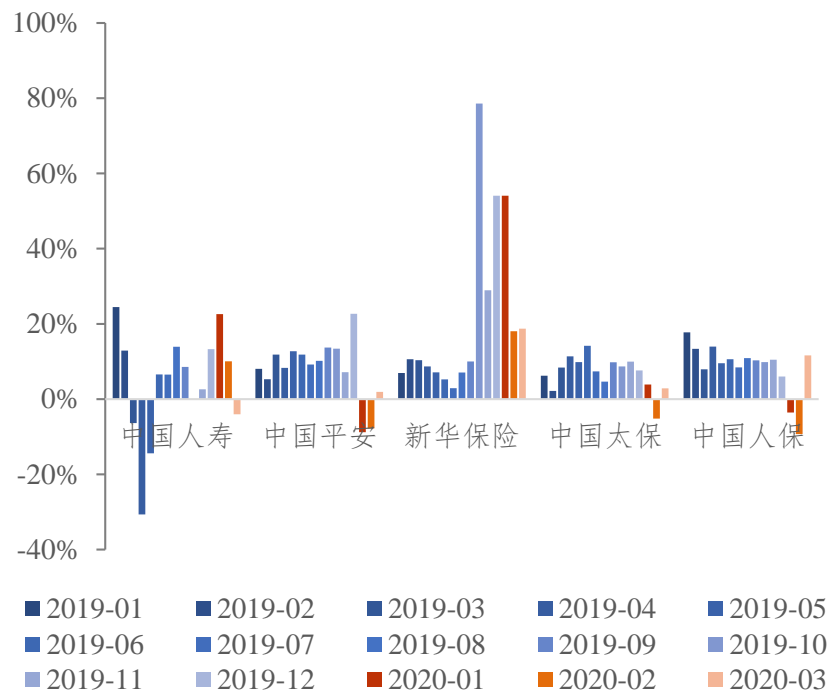
主要上市险企3月当月保费增速普遍转正

主要上市险企3月保费收入情况：**1) 保费规模方面**，中国人寿、中国人保和中国平安领先同业，分别实现保费收入798亿元、696亿元、685亿元。**2) 保费增速方面**，新华保险1-3月均实现领涨，单月同比增速分别为54.1%、18.0%、18.7%，受疫情冲击相对较小；中国人寿领涨态势转变，3月当月保费收入增速转负至-4.04%；中国平安增长扭负为正，3月当月保费收入增速1.9%，较上月提升9.7pct；中国太保3月当月保费收入增速2.85%，扭转负增长态势；中国人保3月保费收入提速明显，增速达11.64%，随着复工复产推进，人保政策险有望迎来机遇期。

上市险企月度保费（亿元）

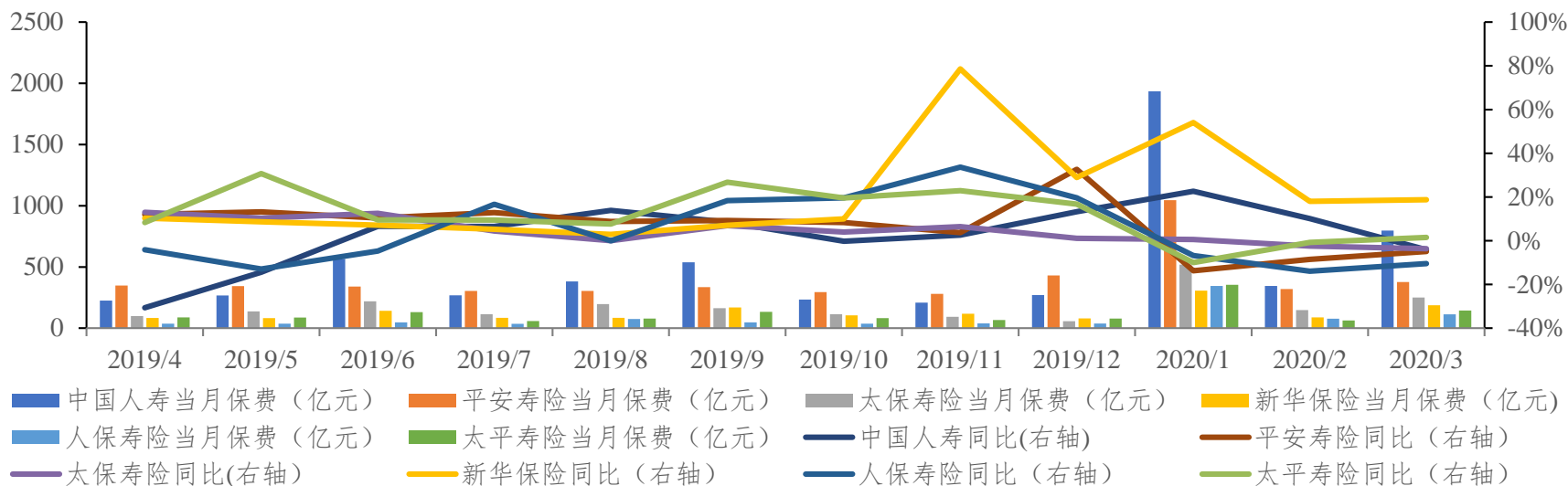


上市险企月度保费同比增速（%）



3月寿险：国寿、新华保费增速领先，预计一季度NBV降幅较大

寿险方面：**新华保险**加大年金险和银保趸交业务，1-3月保费收入累计同比增速34.9%，领先行业第二名中国人寿近22pct，当月保费收入保持两位数增长，但预计价值方面承受压力；**中国人寿**受益于开门红节奏前移，储蓄型产品完成优于预期，年后主推保障型产品，为NBV达成赢得空间，1-3月保费收入累计同比增速13%，但3月当月增速转负；**平安寿险**受开门红产品保单生效时点影响，新单增速放缓，3月当月降幅收窄至-4.91%，预期渠道改革效果将在下半年显现；**太保寿险**转型2.0尚需持续发力，淡化开门红并追求长期价值增长，3月当月保费收入持续负增长，NBV达成面临下行压力；**人保寿险**当月保费增速-10.4%，较上月有所收窄。综上所述，我们预计NBV方面，除中国人寿外，其他几家负增长，且幅度较大。

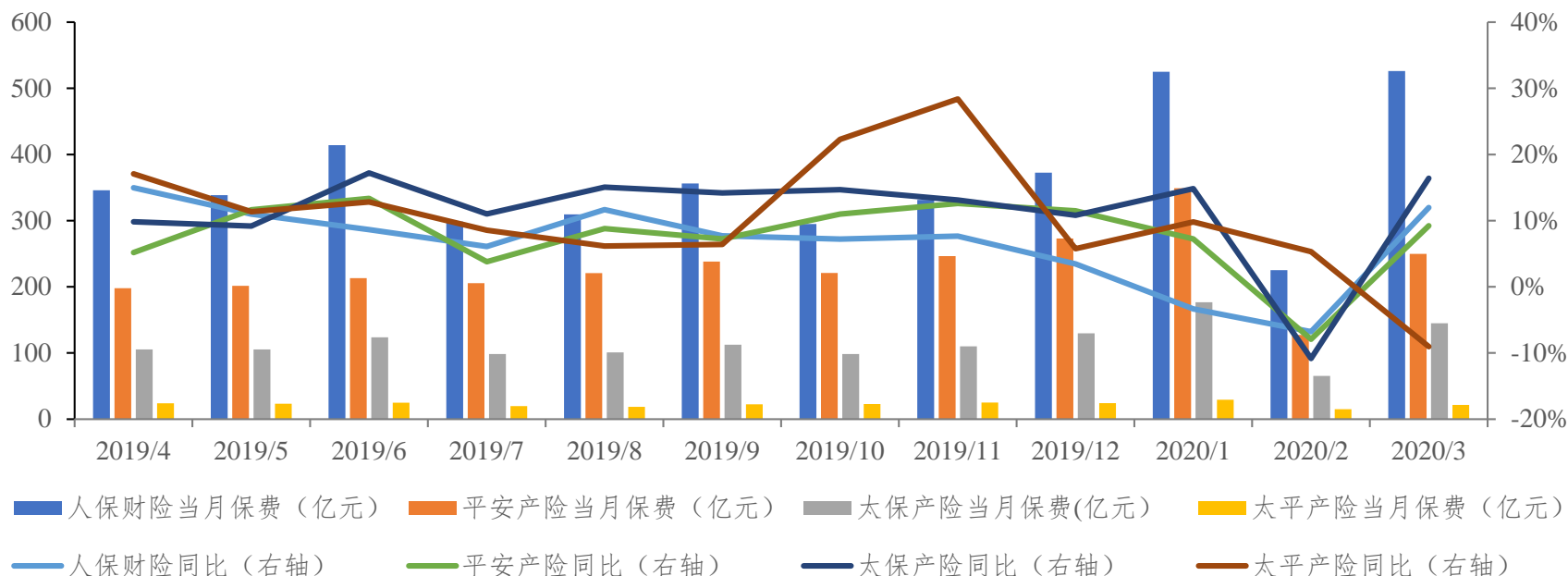


	预计2020Q1 NBV margin	预计2020Q1 NBV增速
中国人寿	33.5%	13.69%
中国平安	33.1%	-20.02%
新华保险	15.6%	-17.66%
中国太保	28.6%	-16.83%

3月产险：业绩回暖，“老三家”实现正增长

产险方面：人保财险1-3月累计保费收入增速1.7%，3月当月实现保费收入526.2亿元，当月保费收入增速扭转前两个月下滑局面，达11.98%（1、2月当月保费收入增速分别为-3.3%和-6.8%），前期出现负增长的原因一方面受疫情影响，另一方面也与2018年基数大，公司主动收缩高风险业务有关；平安产险1-3月累计保费收入增速4.9%，在2月当月增速-7.9%的不利情况下，3月当月增速实现反弹，达9.2%。其中非车业务继续提速，是拉动平安产险保费增速回升的主要原因；太保产险1-3月累计保费收入增速10.1%，是上市险企中产险唯一实现两位数增长的公司。3月当月保费收入增速16.4%，业绩表现优于同业。主要原因在于公司前期转型成果显现，以及积极应对疫情期间市场变化，推出一系列线上化工具，并创新开发应对复工复产需求的保险方案。

预计随着国家逆周期政策调整，新车销售增速回暖，产险受疫情负面影响可控，Q2有望逐步恢复。



中国平安保费细分数据

中国平安细分保费

2019-07 2019-08 2019-09 2019-10 2019-11 2019-12 2020-01 2020-02 2020-03

累计保费（单位：百万元）

人寿保险	329341	359799	393349	422879	450886	493913	104588	136510	174224
财产保险	151007	173070	196875	218976	243628	270930	34902	47620	72589

累计同比

人寿保险	9.24%	9.20%	9.21%	9.14%	8.79%	10.52%	-13.74%	-12.57%	-11.02%
财产保险	8.90%	8.88%	8.68%	8.91%	9.27%	9.49%	7.24%	2.72%	4.87%

月度保费（百万元）

人寿保险	30429	30458	33550	29530	28007	43027	104588	31923	37714
财产保险	20541	22063	23805	22101	24651	27302	34902	12718	24969

月度同比

人寿保险	12.87%	8.79%	9.28%	8.30%	3.72%	32.67%	-13.74%	-8.52%	-4.91%
财产保险	3.78%	8.80%	7.24%	10.99%	12.60%	11.48%	7.24%	-7.92%	9.21%

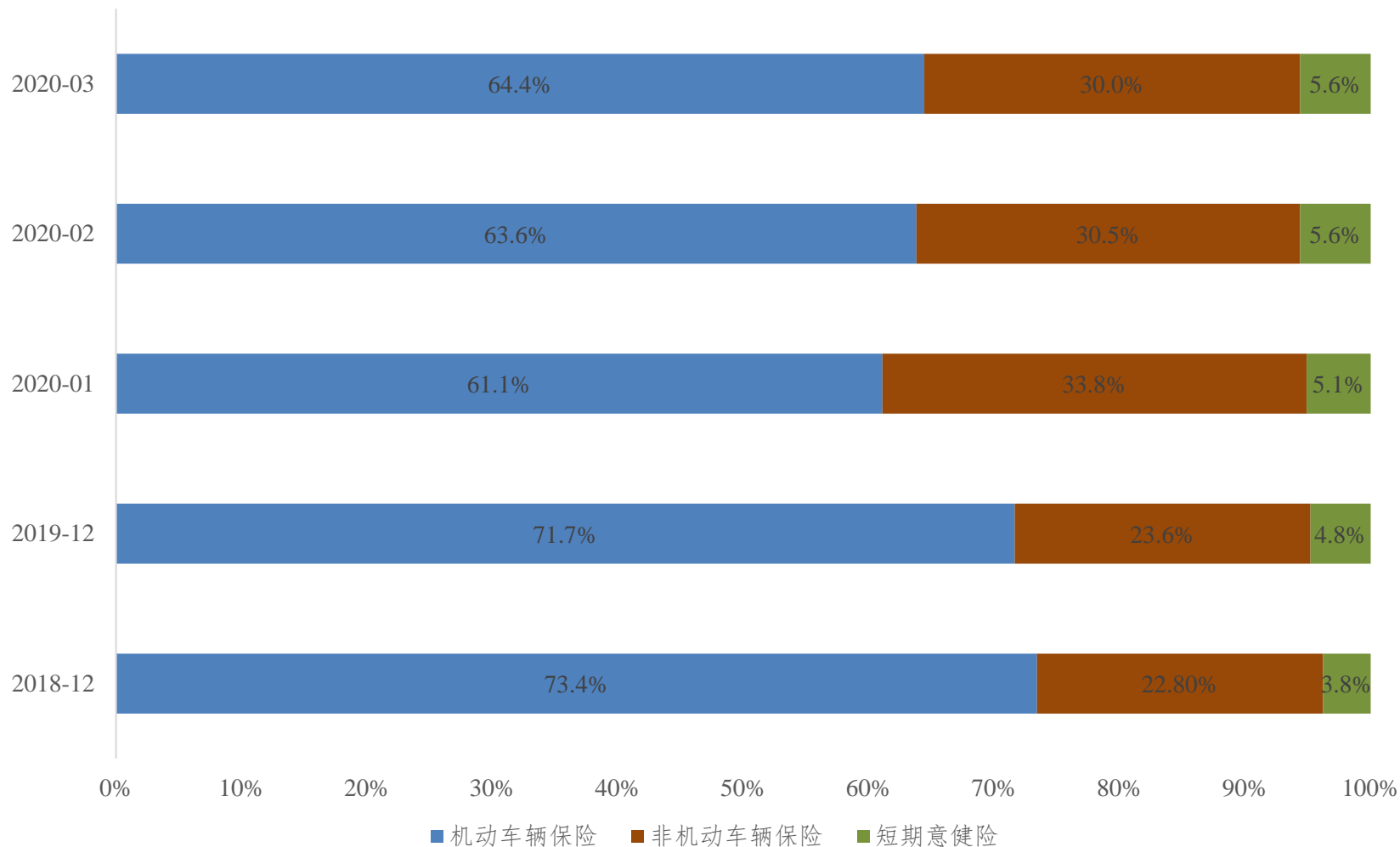
月度环比

人寿保险	-10.37%	0.09%	10.15%	-11.98%	-5.16%	53.63%	143.07%	-69.48%	18.14%
财产保险	-3.60%	7.41%	7.89%	-7.16%	11.54%	10.75%	27.84%	-63.56%	96.33%

中国平安保费细分数据

	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	2020-03
寿险月度保费（单位：百万元）									
个险	31234.1	31259.3	35135.2	30335.2	28700.1	43516.5	106040.0	32647.5	38717.76
新业务	9768.4	9154.0	10323.0	8358.8	7660.2	18137.5	26545.5	6823.6	9587.99
续期业务	21465.7	22105.4	24812.2	21976.4	21039.9	25379.0	79494.6	25823.9	29129.77
团体	1433.0	1429.1	1588.1	1403.0	755.2	1110.0	1813.5	1211.1	4809.68
新业务	1424.7	1421.8	1579.3	1396.3	742.0	1094.8	1792.3	1206.9	4801.02
续期业务	8.2	7.3	8.8	6.7	13.3	15.2	21.2	4.2	8.66
月度同比									
个险	13.38%	9.33%	10.48%	8.86%	4.17%	32.29%	-13.31%	-7.55%	-4.61%
新业务	3.97%	-6.04%	-4.89%	-10.12%	-18.92%	47.77%	-14.90%	-28.91%	-21.89%
续期业务	18.24%	17.27%	18.45%	18.37%	16.22%	23.07%	-12.77%	0.43%	2.89%
团体	3.37%	73.61%	41.35%	100.30%	-27.33%	-11.28%	8.31%	-12.73%	27.88%
新业务	2.89%	73.44%	41.07%	100.14%	-28.03%	-12.10%	7.34%	-12.88%	27.77%
续期业务	430.97%	116.02%	119.70%	141.22%	58.87%	178.68%	364.69%	82.82%	141.90%
产险月度保费（单位：百万元）									
车险	14317	15264.3	16764.6	15831.7	17638.1	22161.8	21321.94	9111.53	16333.19
非机动车险	5249.73	5731.06	5727.22	5199.31	5890.16	3976.89	11799.86	2727.29	7215.36
意外与健康险	974.67	1067.78	1312.88	1070.16	1123.14	1163.21	1780.28	879.15	1420.04
合计	20541.4	22063.1	23804.7	22101.2	24651.4	27301.9	34902.08	12717.97	24968.59
月度同比									
车险	-0.96%	1.94%	2.61%	7.11%	9.63%	8.56%	1.33%	-15.02%	1.67%
非机动车险	14.18%	26.58%	17.14%	20.85%	17.99%	24.82%	16.80%	16.13%	30.48%
意外与健康险	31.84%	37.50%	35.37%	28.83%	38.10%	30.61%	27.02%	18.55%	12.01%
合计	3.78%	8.80%	7.24%	10.99%	12.60%	11.48%	7.24%	-7.92%	9.21%

平安产险3月车险占比64.4%，非车占比显著提升



中国太保保费细分数据

中国太保细分保费

2019-07 2019-08 2019-09 2019-10 2019-11 2019-12 2020-01 2020-02 2020-03

累计保费（单位：百万元）

财产保险	78445	88541	99781	109621	119520	133601	17664	24190	38679
人寿保险	149844	169555	185879	197302	206614	212364	51953	66733	91840

累计同比

财产保险	12.12%	12.45%	12.64%	12.82%	12.85%	12.65%	14.83%	6.56%	10.05%
人寿保险	6.31%	5.54%	5.66%	5.56%	5.60%	5.47%	0.60%	-0.09%	-1.09%

月度保费（百万元）

财产保险	9846.39	10096.1	11240	9840.67	9898.45	14081.1	17664	6526	14489
人寿保险	11416.8	19711	16323.5	11423.7	9311.33	5750.35	51953	14780	25106

月度同比

财产保险	11.02%	15.06%	14.18%	14.69%	1.70%	20.31%	14.83%	-10.82%	16.40%
人寿保险	4.43%	0.02%	6.95%	4.01%	6.47%	1.09%	0.60%	-2.44%	-3.65%

月度环比

财产保险	-20.42%	2.54%	11.33%	-12.45%	11.88%	17.80%	36.20%	-63.06%	122.04%
人寿保险	-48.12%	72.65%	-17.19%	-30.02%	-18.49%	-38.24%	803.42%	-71.55%	69.87%

中国人保保费细分数据

中国人保细分保费

2019-07 2019-08 2019-09 2019-10 2019-11 2019-12 2020-01 2020-02 2020-03

累计保费（百万元）

财产保险	265192	296135	331755	361250	394387	431644	52507	75021	127643
人寿保险	74443	81977	86730	90386	94336	98135	34462	42247	53579
健康保险	16207	17384	18789	19994	20932	22420	4888	6893	12548

累计同比

财产保险	13.85%	13.62%	12.95%	12.46%	12.04%	11.25%	-3.33%	-4.40%	1.74%
人寿保险	2.01%	1.82%	2.60%	3.20%	4.19%	4.71%	-6.78%	-8.18%	-8.66%
健康保险	45.59%	49.26%	51.03%	51.98%	51.20%	51.51%	23.06%	7.73%	37.76%

月度保费（百万元）

财产保险	29857	30943.8	35619.4	29495.2	33136.6	37257.4	52507	22514	52622
人寿保险	3611.29	7534.03	4753.14	3655.49	3949.94	3799.43	34462	7785	11332
健康保险	992.1	1177.26	1404.99	1204.75	938.57	1487.51	4888	2005	5654

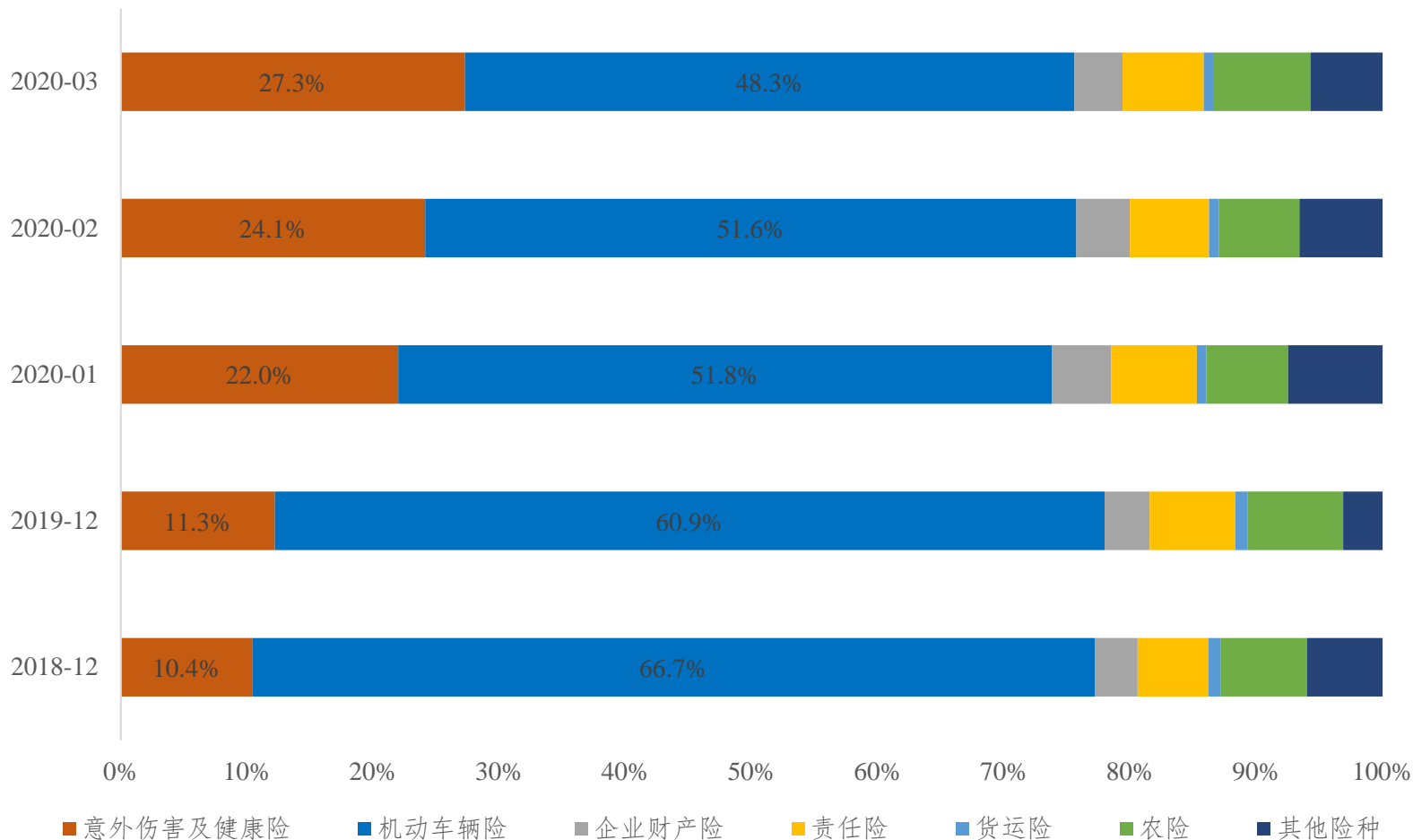
月度同比

财产保险	6.10%	11.65%	7.70%	7.21%	7.67%	3.47%	-3.33%	-6.79%	11.98%
人寿保险	16.69%	0.00%	18.36%	19.65%	33.65%	19.59%	-6.78%	-13.90%	-10.43%
健康保险	80.61%	128.59%	77.08%	68.42%	36.33%	56.01%	23.06%	-17.36%	108.64%

月度环比

财产保险	-27.90%	3.64%	15.11%	-17.19%	12.35%	12.44%	40.93%	-57.12%	133.74%
人寿保险	-23.68%	108.62%	-36.91%	-23.09%	8.06%	-3.81%	807.03%	-77.41%	45.57%
健康保险	-70.79%	18.66%	19.34%	-14.25%	-22.09%	58.49%	228.55%	-58.98%	182.01%

人保财险3月车险占比48.3%，意健险占比提升较大



数据来源：公司公告，长城证券研究所

中国太平保费细分数据

中国太平细分保费

	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	2020-03
累计保费 (单位: 百万元)									
财产保险	15635	17491	19726	22008	24503	26912	2922	4432	6585
人寿保险	96409	104299	117695	125859	132572	140459	35489	41829	56214
养老保险	2975	3321	3704	3969	4389	5022	737	956	1640
累计同比									
财产保险	9.38%	9.03%	8.73%	9.99%	11.62%	11.07%	9.81%	8.24%	1.90%
人寿保险	11.23%	10.95%	12.55%	12.98%	13.44%	13.62%	-9.99%	-8.70%	-6.28%
养老保险	-6.26%	-4.54%	-3.54%	-2.49%	-1.05%	3.27%	23.71%	4.53%	-1.93%
月度保费 (百万元)									
财产保险	1975	1855	2235	2282	2495	2409	2922	1510	2153
人寿保险	5861	7889	13396	8165	6713	7887	35489	6340	14385
养老保险	271	347	382	265	421	633	737	219	684
月度同比									
财产保险	8.56%	6.15%	6.41%	22.29%	28.38%	5.76%	9.81%	5.31%	-9.04%
人寿保险	9.46%	7.66%	26.81%	19.55%	22.87%	16.77%	-9.99%	-0.75%	1.54%
养老保险	-18.25%	13.22%	6.16%	14.93%	15.02%	48.20%	23.71%	-0.88%	-9.72%
月度环比									
财产保险	-20.23%	-6.05%	20.49%	2.08%	9.33%	-3.44%	21.27%	-48.30%	42.57%
人寿保险	-55.44%	34.61%	69.80%	-39.05%	-17.78%	17.50%	349.96%	-82.14%	126.91%
养老保险	-13.40%	27.99%	10.22%	-30.58%	58.51%	50.44%	16.52%	-70.27%	212.09%

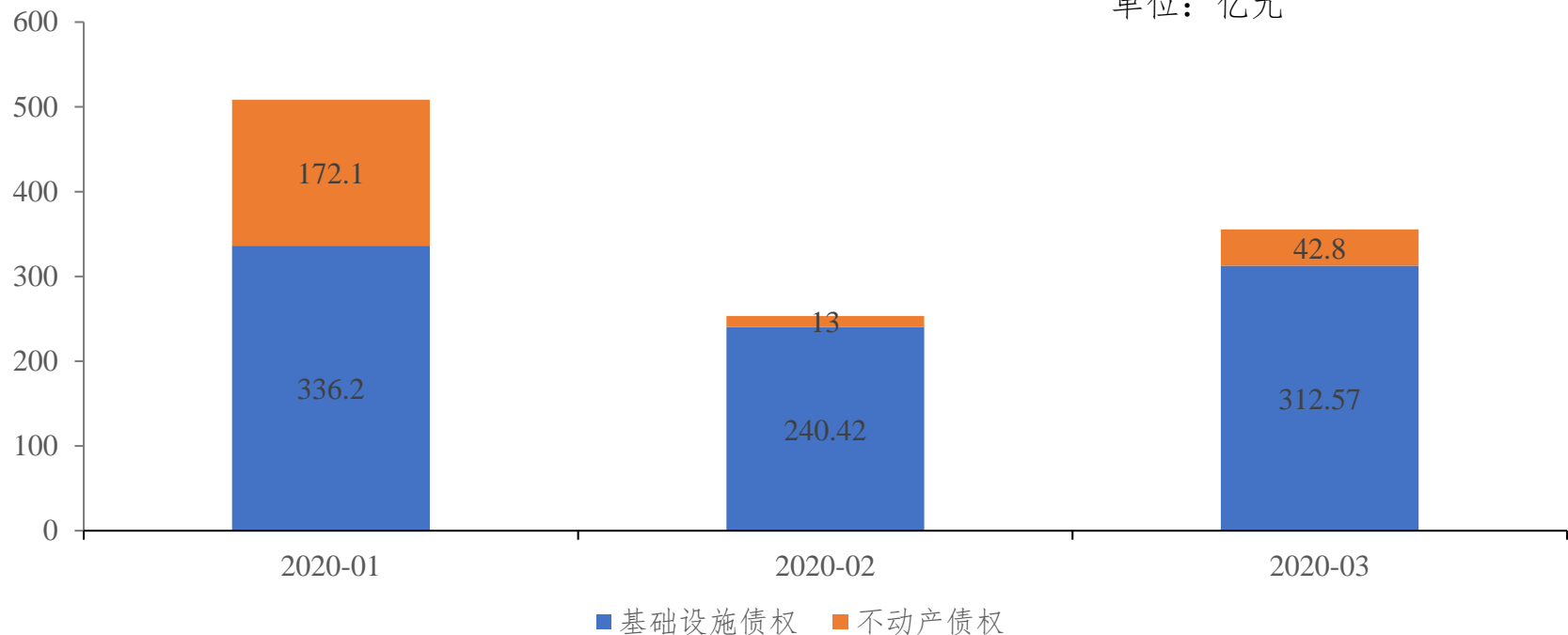
险资举牌频繁，新基建等是重要投资方向

2020年以来，资本市场中保险资金动作频频。截至4月10日，今年保险公司举牌次数已达15次，已超越2019年全年的10次，锁定对象以H股为主。中国人寿先后举牌农业银行H股和中广核电力H股、中国太保H股。

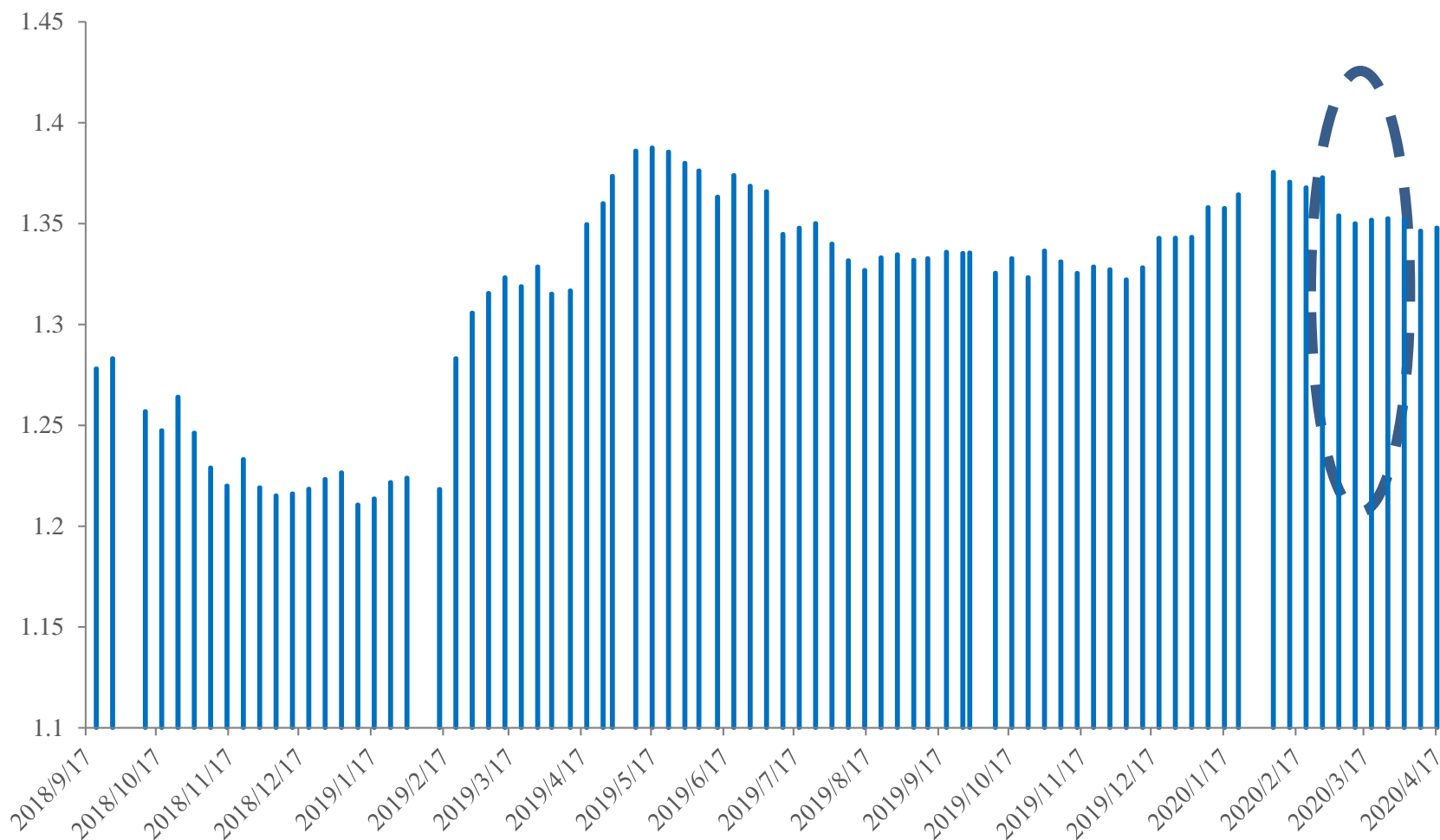
2020年3月，12家保险资产管理机构注册债权投资计划共22只，合计注册规模355.37亿元。其中，基础设施债权投资计划18只，注册规模312.57亿元；不动产债权投资计划4只，注册规模42.80亿元。1家保险私募基金管理机构注册1只保险私募基金，注册规模50.00亿元。

截至3月底，22个省推出共计37万亿的投资计划规模，计划投资新消费、新技术、新基建、医养健康等领域。未来保险投资将会对这些领域有所侧重。

单位：亿元

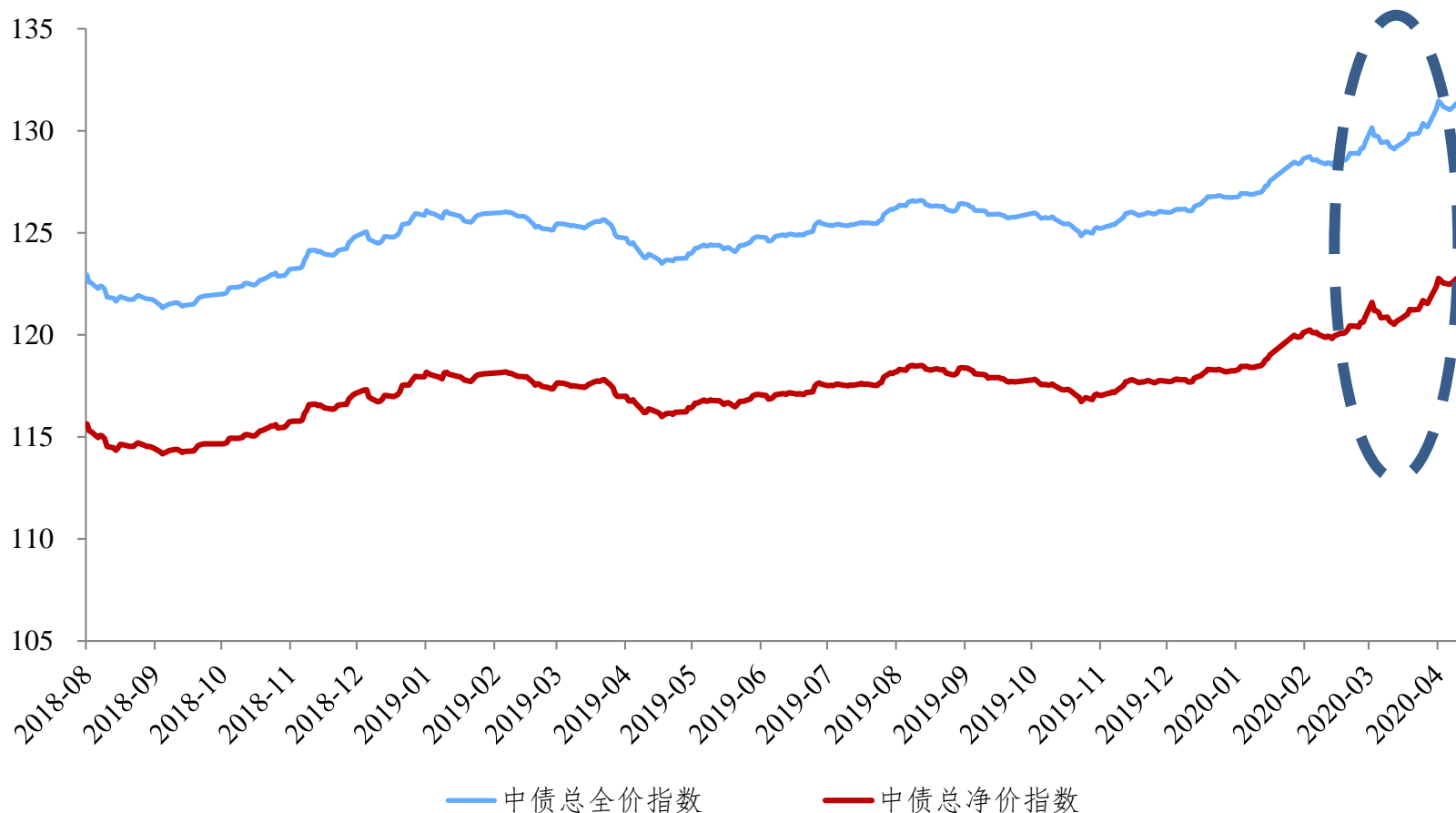


3月保险板块BETA指数下降



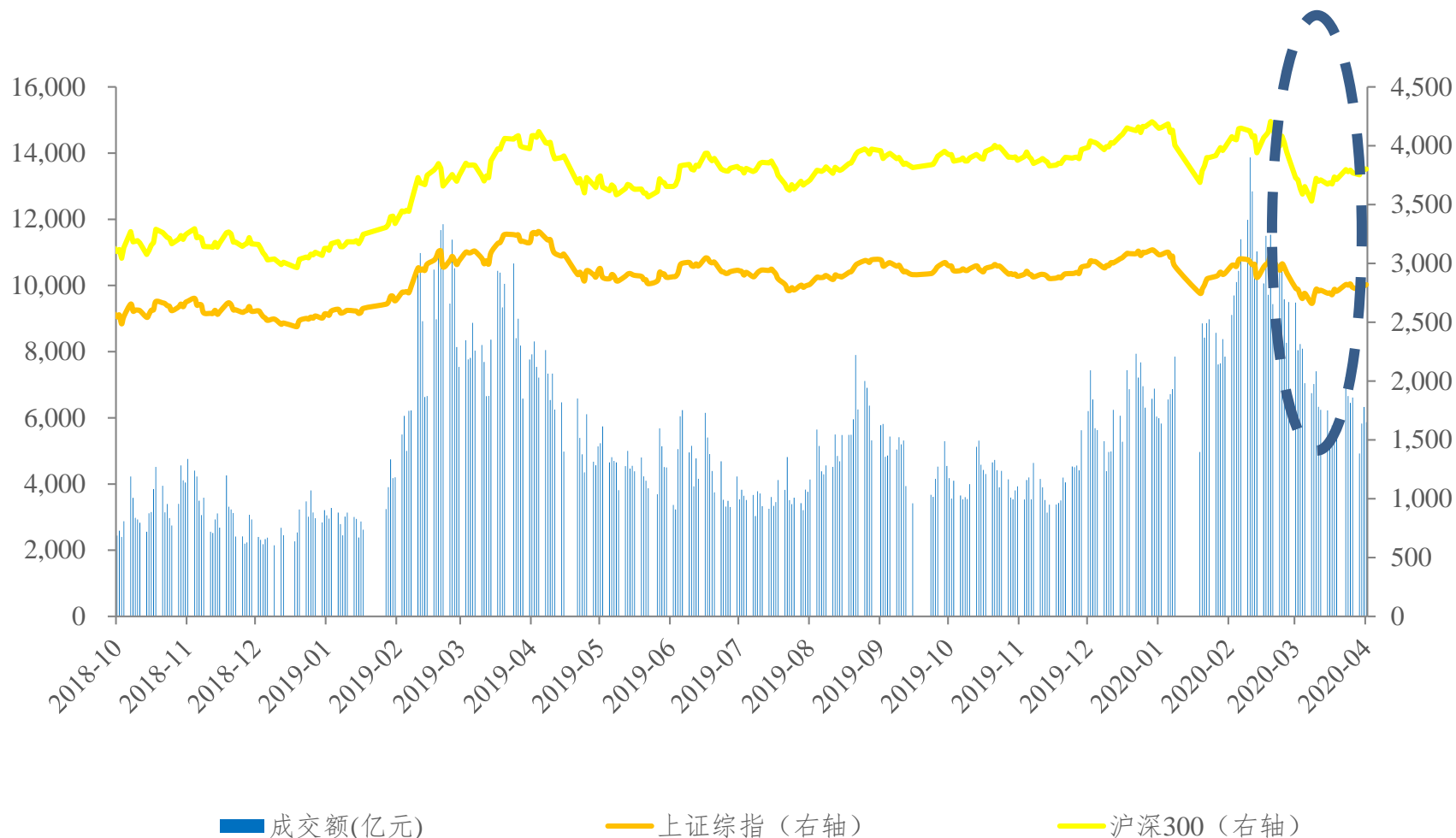
数据来源: wind, 长城证券研究所, 截至2020年4月19日

投资端：3月债市呈上行趋势



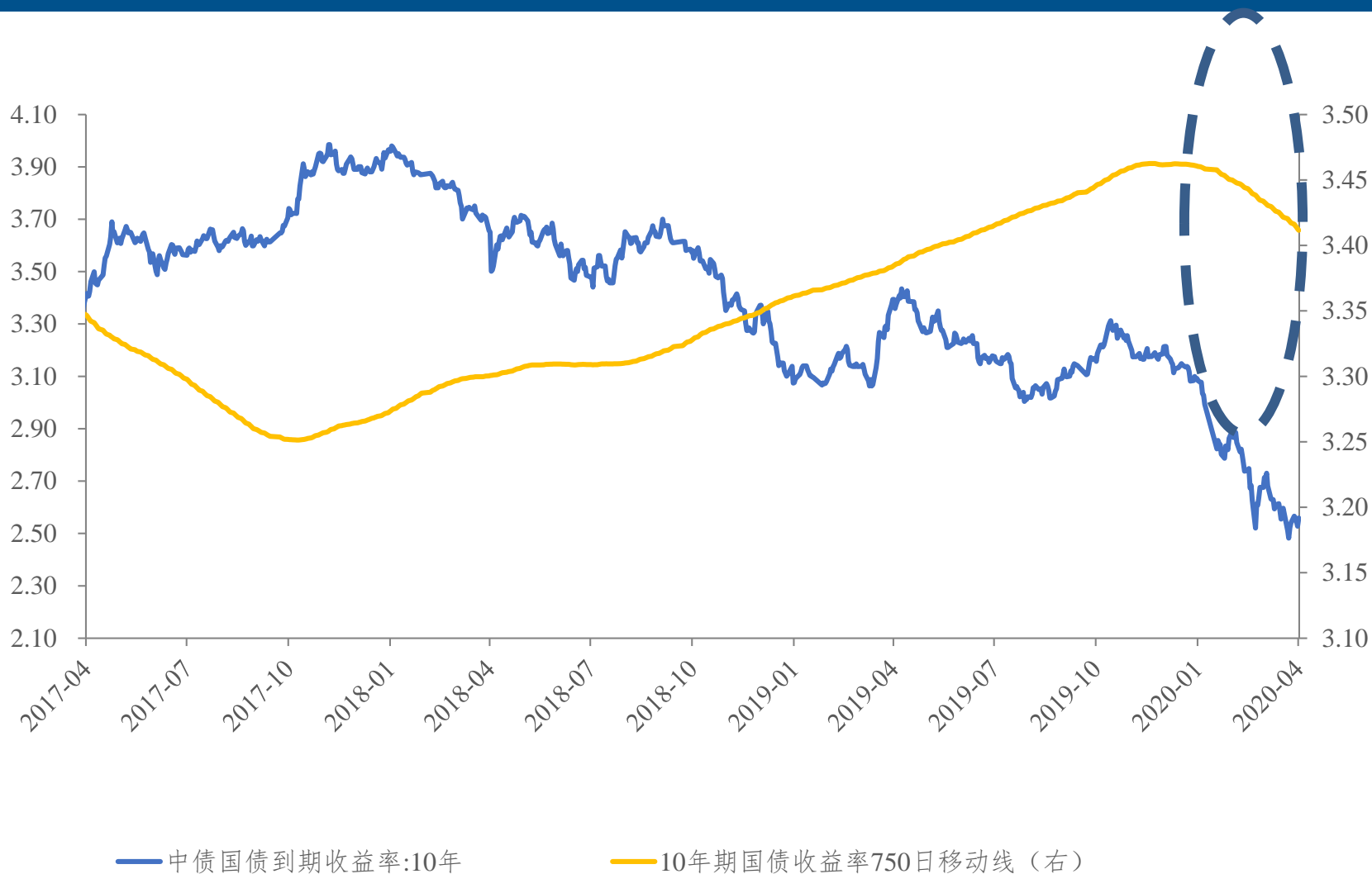
数据来源：wind，长城证券研究所，截至2020年4月19日

投资端：3月股市波动上行



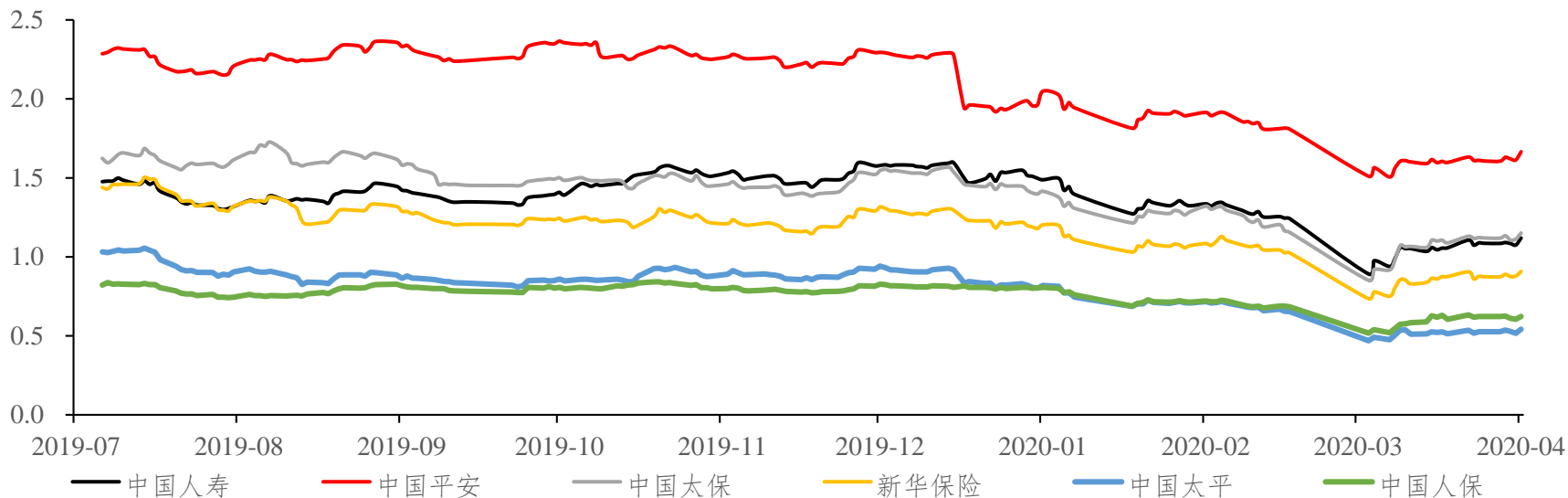
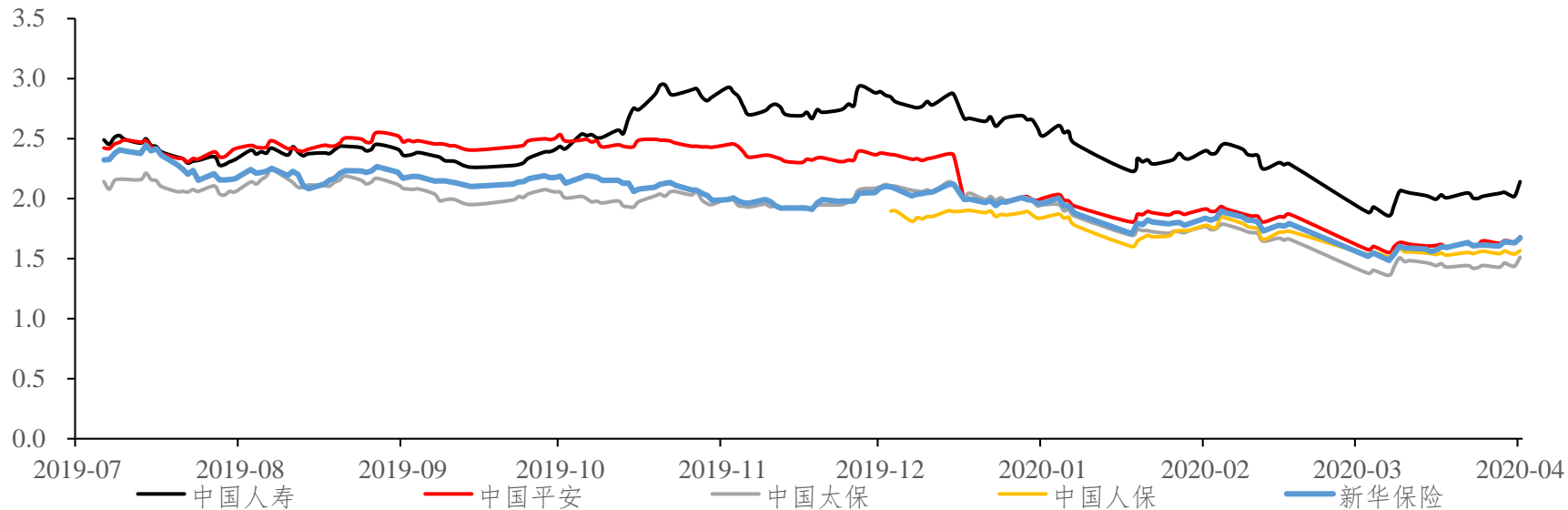
数据来源：wind，长城证券研究所，截至2020年4月19日

10年期国债收益率750日移动平均曲线下降



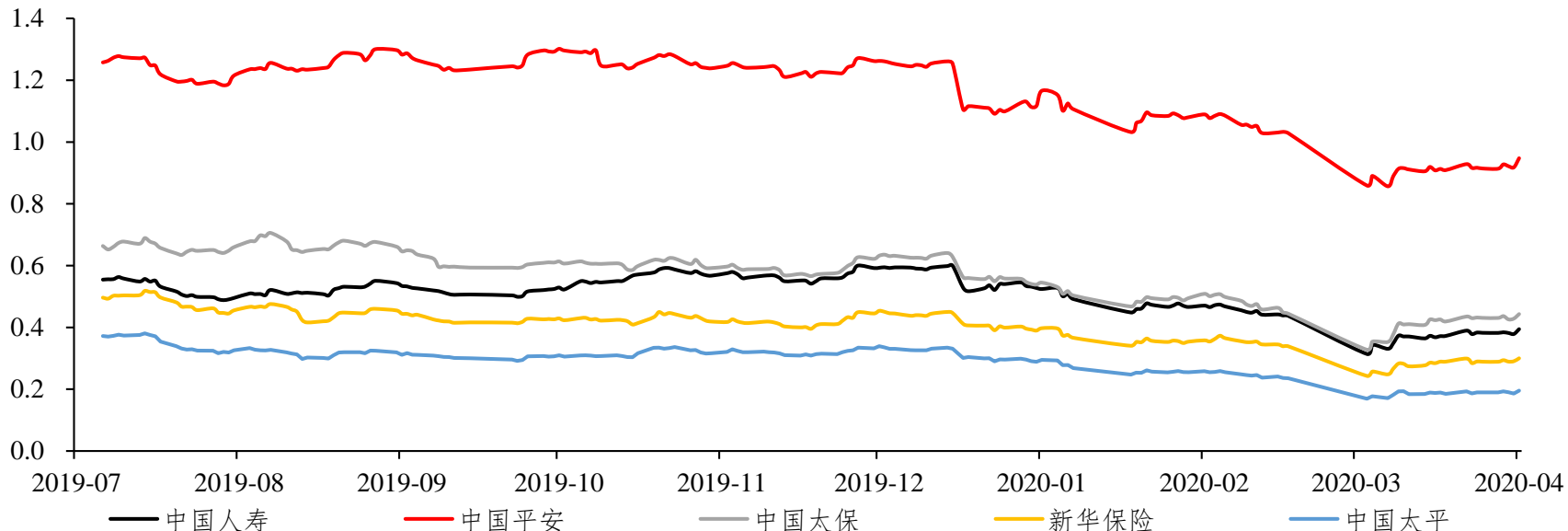
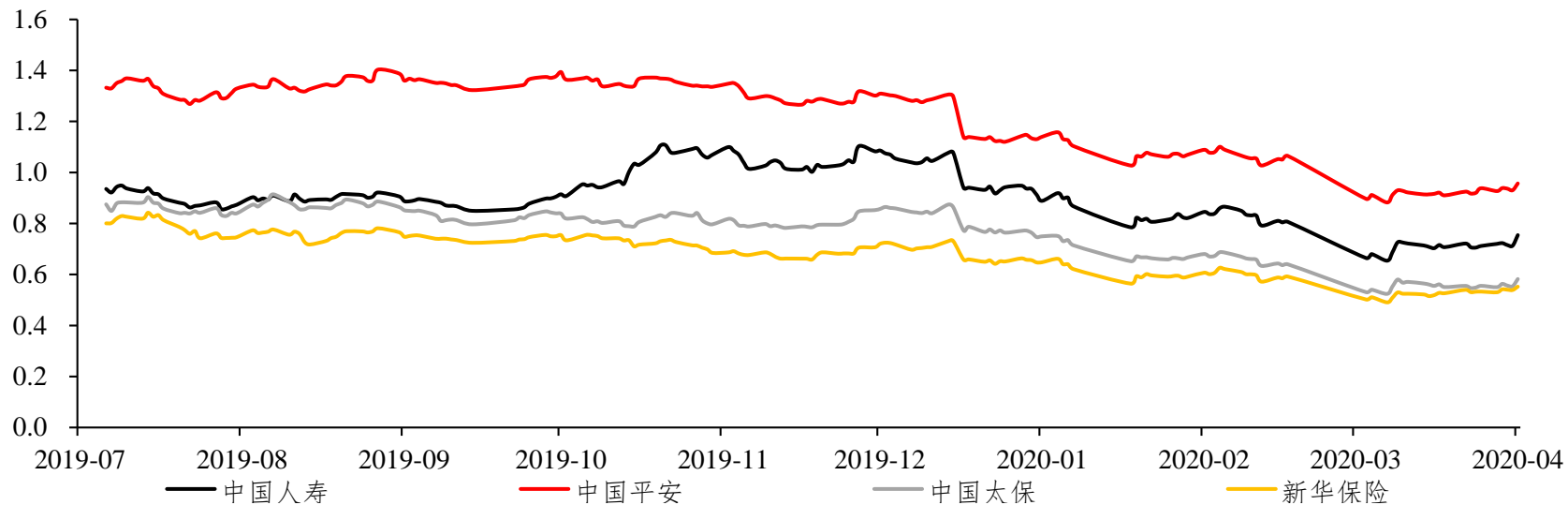
数据来源: wind, 长城证券研究所, 截至2020年4月19日

保险板块PB估值处于低位



数据来源: wind, 长城证券研究所, 上图为A股PB, 下图为港股PB, 截至2020年4月19日

保险板块PEV估值处于低位



数据来源: wind, 长城证券研究所, 上图为A股PEV, 下图为港股PEV, 截至2020年4月19日

www.cgws.com | 25

当前股价隐含的无风险利率预期悲观

在长期利率预期下行趋势下，上市险企内含价值中5%的投资收益率假设面临重新调整。鉴于此，我们对保险公司内含价值的投资收益率假设进行敏感性测算，得出中国人寿、中国平安、新华保险和中国太保当前市值隐含的投资收益率分别为4.11%、6.25%、3.15%和2.79%。通过计算各上市险企2013年~2019年平均净收益率超过无风险收益率的水平，从而估算出当前上市险企估值所反映的我国10年期国债收益率介于1.15%~4.27%之间。新华保险和中国太保当前股价所隐含的国债收益率预期较悲观，显著低于当前的10年期国债收益率2.50%左右，已是寿险估值底部，为险企投资配置提供较强安全边际。

	当前市值隐含投资收益率	2013-2019年平均超额收益	隐含10年期国债收益率
中国人寿	4.11%	1.11%	3.01%
中国平安	6.25%	1.97%	4.27%
新华保险	3.15%	1.45%	1.70%
中国太保	2.79%	1.65%	1.15%

数据来源：通过计算得出，长城证券研究所，数据截至2020年4月20日

研究员承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；

推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；

中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；

回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城研究 · 与您共成长

长城证券研究所

非银行金融研究团队