

证券研究报告

2020年04月23日

行业报告 | 行业投资策略

保险

# 资产端预期差带来配置价值，保费端改善带来向上动力——保险行业2季度策略报告

作者：

分析师 罗钻辉 SAC执业证书编号：S1110518060005

联系人 舒思勤

联系人 周颖婕



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 摘要

**负债端：2季度保费将迎来改善，寿险保费有望进入小复苏期，这是保险股估值修复的驱动力。**需求方面，我们近期开展了样本量较大的寿险代理人调研，调研结果显示：居民对于寿险的购买意愿很强，但购买能力趋弱。购买意愿对于健康险的正向提升力很强，但购买能力对于年金险的负面压制存在。供给方面，代理人线下展业逐步恢复，且各公司2季度更加积极地激励队伍，调整产品策略，明显增加了费用投入，有助于促进保险销售的改善。我们判断，接下来健康险销售将迎来显著提升，但年金险销售短期仍会承压。

我们判断2020年处于寿险行业的复苏初期，源自于寿险销售的逆周期性：1) 低息环境及信用爆雷环境下，年金险相较银行理财、私募信托等产品的吸引力上升；2) 就业压力下代理人增员的空间变大；3) 社会焦虑感是保单销售的重要动力。且上市公司竞争格局改善，高端市场 + 县域市场的行业前景更优，中小公司压力加剧。长期我们坚持“寿险行业仍有10年以上黄金发展期”的判断。

**资产端：保险公司的长期配置价值在于长期投资收益率的“实际值”显著高于“当前估值隐含值”。**当前A股估值隐含的“长期投资收益率假设”极低：平安A股为4.3%（未考虑科技、管理等各种溢价），国寿A股为3.5%，新华、太保A股低于2.5%。而破净的港股保险股隐含的信息更是“有效业务价值VIF为负”且“存量资产的减值风险较大”。但中国上市保险公司大概率不会经历危机，是因为2000年后国内公司没有销售“高预定利率的长期保单”（2000-2013年预定利率上限是2.5%，2013年至今预定利率的实际上限是4.025%）。

我们预计未来5年上市险企净投资收益率不低于4.5%。国内外的历史经验表明，寿险投资收益率的稳定性远高于利率，且基本保持着100-200bps利差（利率下降还会带来此利差的扩大）。目前资产端存在诸多积极因素：①超长期利率债的发行量正大幅提升，考虑免税效应后的收益率约为5%，且发行量足够上市保险公司进行新增资金配置；②国债期货将对冲利率风险；③高股息率股票增配力度正在加大，险资举牌也在加速；④非标可投行业正逐步拓展，保险公司“投行能力”显著增强，有望享受优质非标资产的“流动性溢价”和“政策溢价”。

## 摘要

相对海外，中国保险股的估值水平明显偏低。我们对比国外利率与中国当前的利率区间相近的历史时期的保险股估值水平，可参考的估值区间为0.74-0.92倍动态PEV。但值得注意的是，这些时期海外市场的寿险深度已然往下，而NBV增速是影响PEV估值的关键因素，因此中国保险股的合理PEV估值理应更高。

**重点推荐：**半年到1年的维度推荐新华保险、中国人寿，1年以上的维度推荐中国平安、中国太保，建议关注中国太保H，友邦保险H。

**风险提示：**经济超预期下滑；长期利率下降超预期；权益市场波动；保障型产品销售不及预期。

### 重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2020-04-22	评级	2018A	2019A	2020E	2021E	2018A	2019A	2020E	2021E
601336.SH	新华保险	43.23	买入	2.54	4.67	4.77	5.52	17.02	9.26	9.06	7.83
601628.SH	中国人寿	27.93	买入	0.40	2.06	2.15	2.49	69.83	13.56	12.99	11.22
601318.SH	中国平安	72.07	买入	5.88	8.17	8.34	9.94	12.26	8.82	8.64	7.25
601601.SH	中国太保	28.92	买入	1.99	3.06	3.22	3.86	14.53	9.45	8.98	7.49

资料来源：wind，天风证券研究所

# 目录

一、负债端：2季度保费将迎来改善，寿险保费有望进入小复苏期

二、资产端：长期投资收益率的“实际值”显著高于“当前估值隐含值”

三、国际比较：相对海外，中国保险股的估值水平明显偏低

# 1. 一万名以上寿险代理人的问卷调研：核心结论

- 1) 近期主动向代理人咨询保险产品的客户数量有所增加。
- 2) 近年来健康险的销售难度下降；且疫情稳定后，接下来健康险的销售难度跟“疫情前”比会下降。
- 3) 疫情稳定后，接下来代理人增员的难度跟“疫情前”比会下降。
- 4) 客户近期“没钱了”。代理人认为被客户拒绝的主要原因是“需要保险但是心疼钱”，而非“不需要保险”或者“别家产品更便宜或更好”。
- 5) 疫情稳定后，接下来年金险的销售难度跟“疫情前”比会上升。
- 6) “老客户加保”的趋势强于“新客户开发”的趋势。

结论：居民对于寿险的购买意愿很强，但购买能力趋弱。购买意愿对于健康险的正向提升力很强，但购买能力对于年金险有负面压制。

# 1. 保费端的后续展望

供给方面，2季度保险公司更加积极地激励队伍，调整产品策略，明显增加了费用投入。1) 平安调整了代理人佣金分层标准，即提升最低段保额标准，降低中高段保额标准，将变相推动代理人提高销售的保额。2) 太保推出了短期激励政策，给代理人增加佣金5%-10%。3) 国寿出台了短期激励政策，基于保障型业务达成给予额外奖励。4) 新华从业务达成、合格人力达成等维度进行奖励，并注重绩优体系建设。

表1：2020年NBV与EV展望

单位：亿元	NBV预估				EV预估			
	2020Q1 E	同比增速	2020Q2-4 E	同比增速	2020E	同比增速	2020E	同比增速
中国平安	165	-24.0%	556	2.3%	720	-5.2%	14129	17.7%
中国人寿	177	8.3%	475	12.3%	653	11.2%	10769	14.3%
中国太保	73	-19.1%	177	13.5%	250	1.6%	4568	15.3%
新华保险	28	-19.1%	74	15.5%	101	3.4%	2325	13.4%

# 1. 一万名以上寿险代理人的问卷调研：样本概述

①第一组样本：参与人数共计1064人，分布于28个省及直辖市，以省会城市代理人为主；

②第二组样本：参与人数为12721人，覆盖全国31个省及直辖市，分布区域更为下沉。

图1：第一组样本（1064人）的从业年限分布

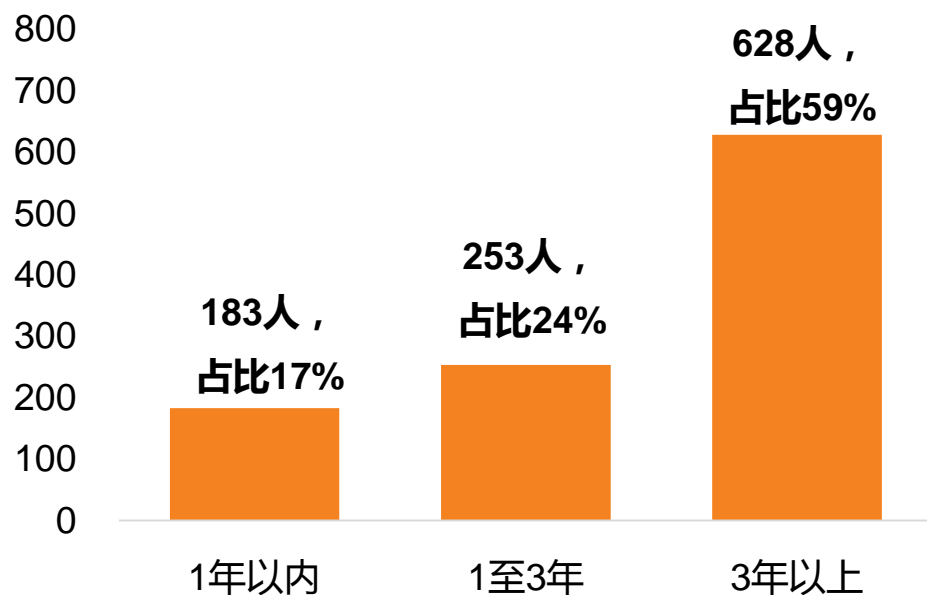
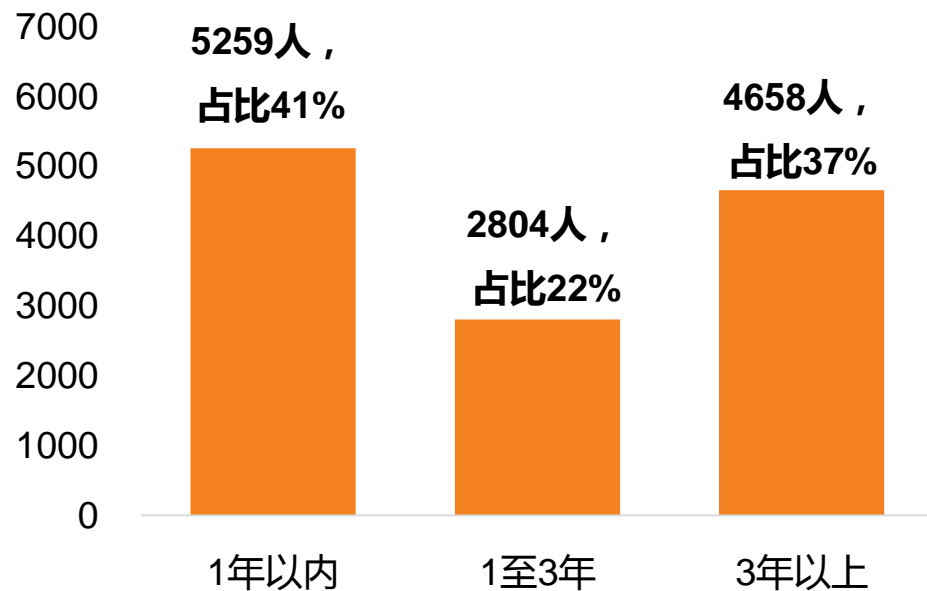


图2：第二组样本（12721人）的从业年限分布



# 1. 正面信息：近期主动咨询的客户数量有增加

图3：第一组样本反馈的近期主动咨询客户数量

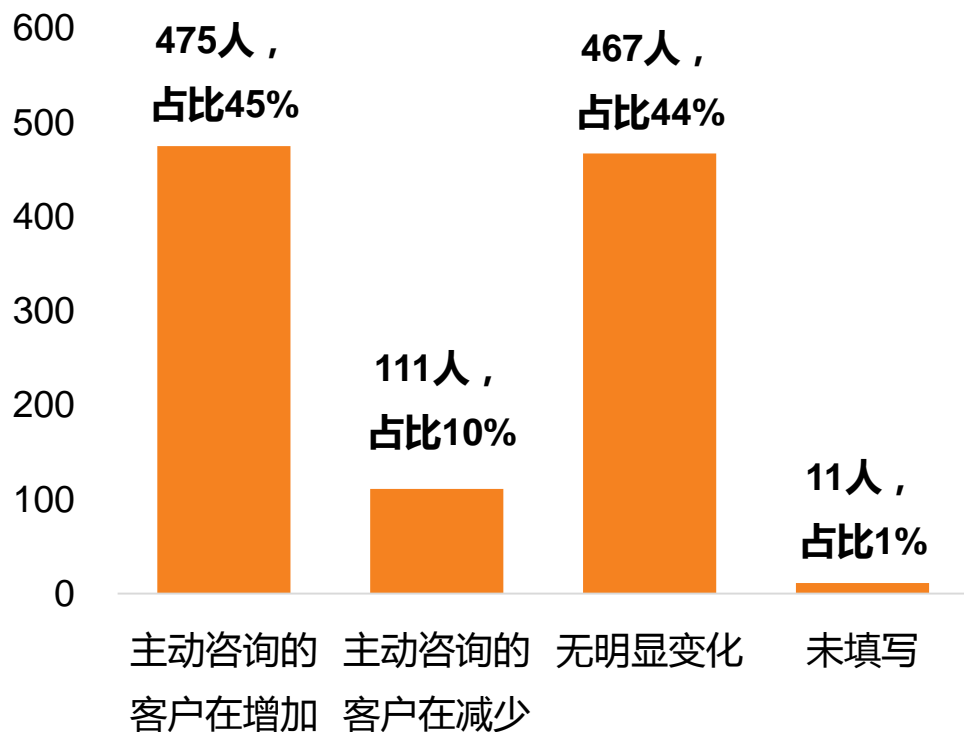
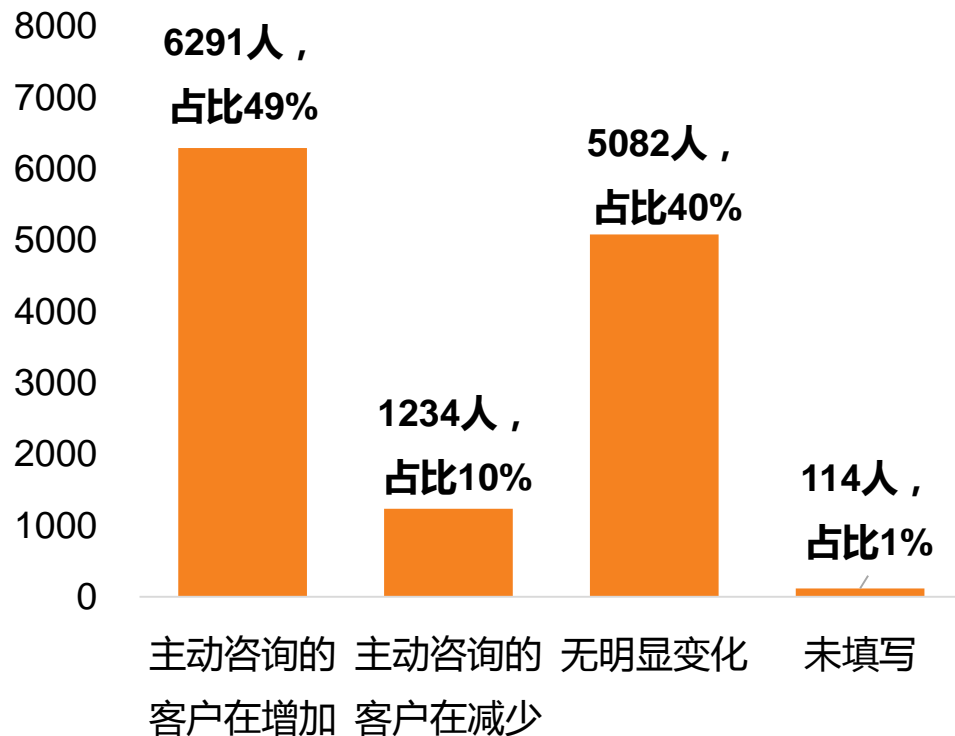


图4：第二组样本反馈的近期主动咨询客户数量





# 1. 正面信息：疫情后，健康险的销售难度将较“疫情前”下降

图5：第一组样本反馈的疫情后健康险销售难度

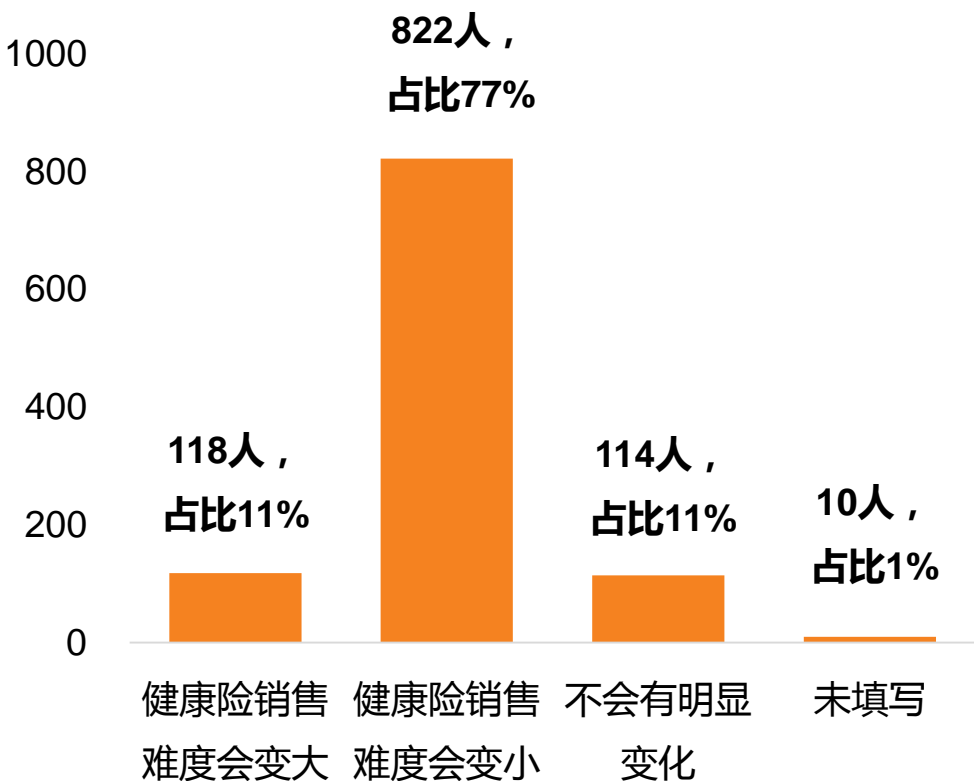
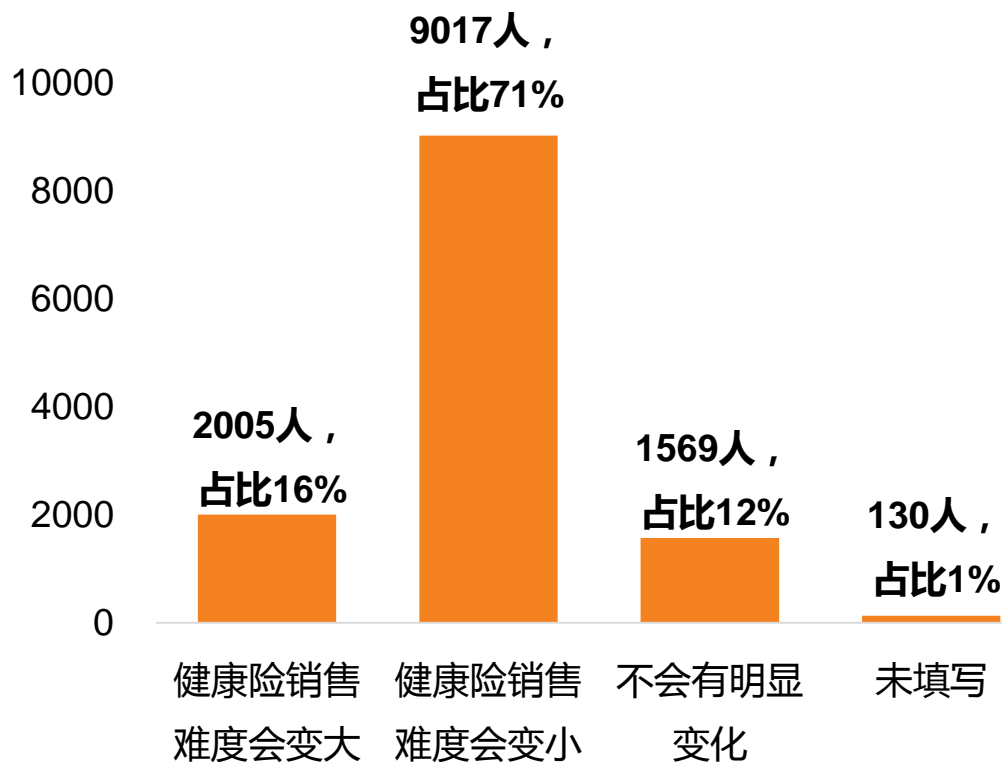


图6：第二组样本反馈的疫情后健康险销售难度



# 1. 正面信息：疫情后，代理人增员的难度将较“疫情前”下降

图7：第一组样本反馈的疫情后增员难度

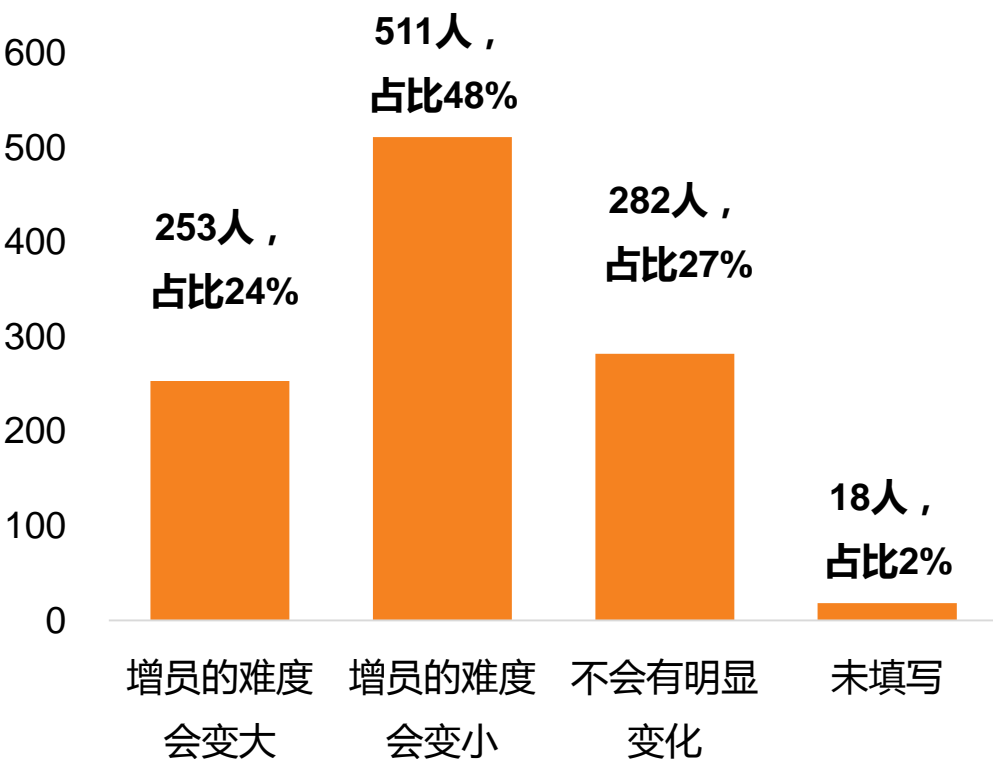
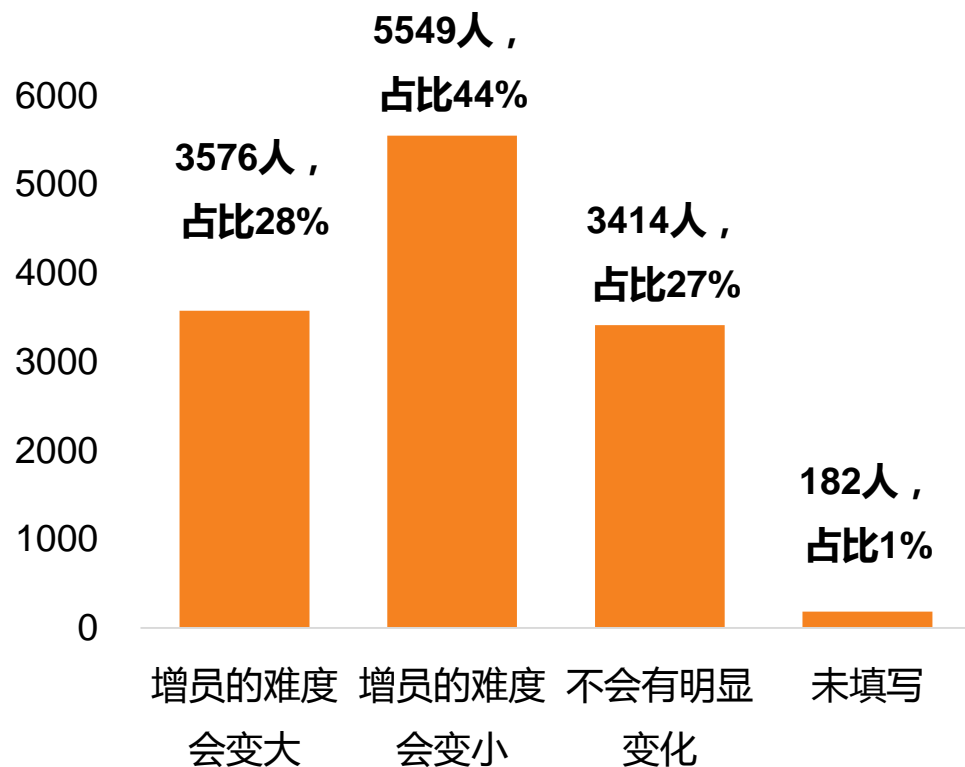


图8：第二组样本反馈的疫情后增员难度



# 1. 负面信息：客户的财富状况趋弱

图9：第一组样本反馈的近期客户的财富状况

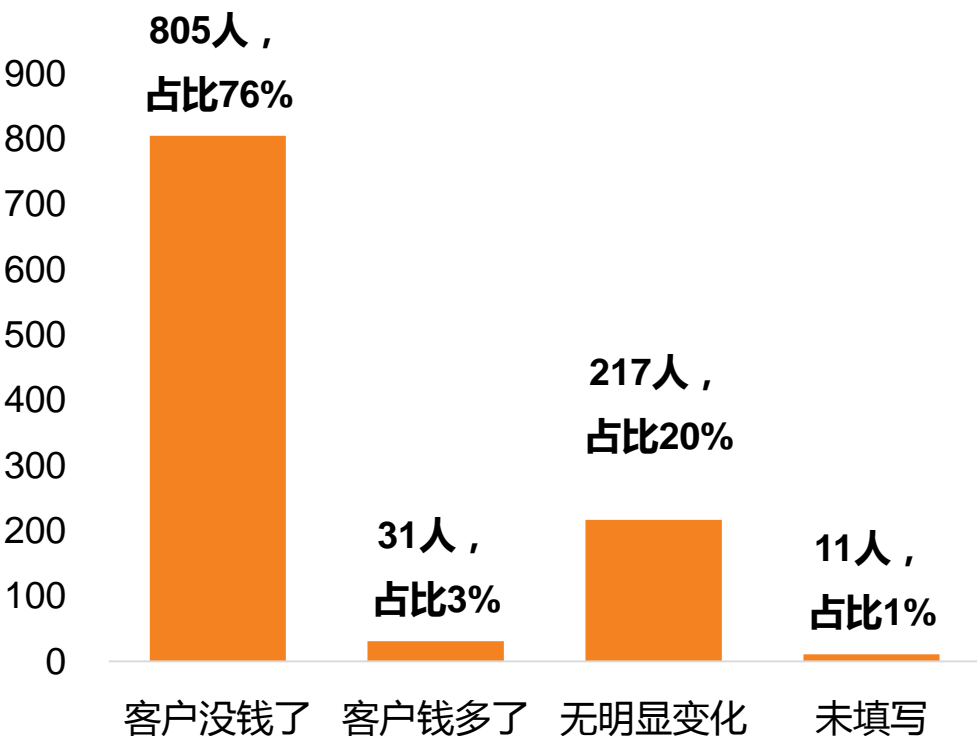
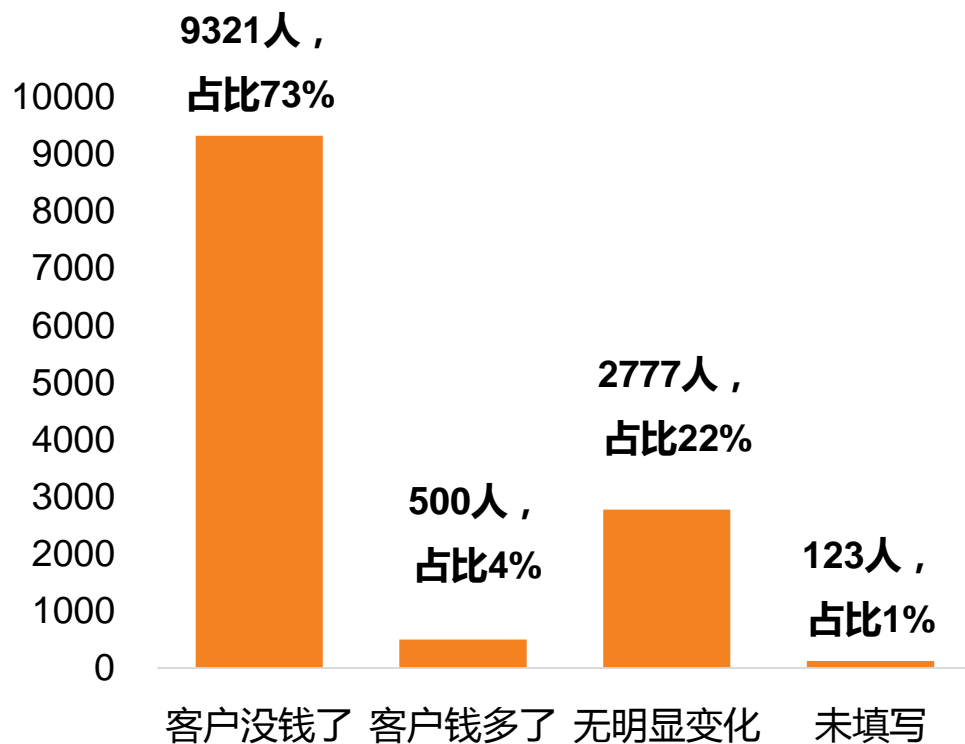


图10：第二组样本反馈的近期客户的财富状况



# 1. 负面信息：疫情后，年金险的销售难度将较“疫情前”上升

图11：第一组样本反馈的疫情后年金险销售

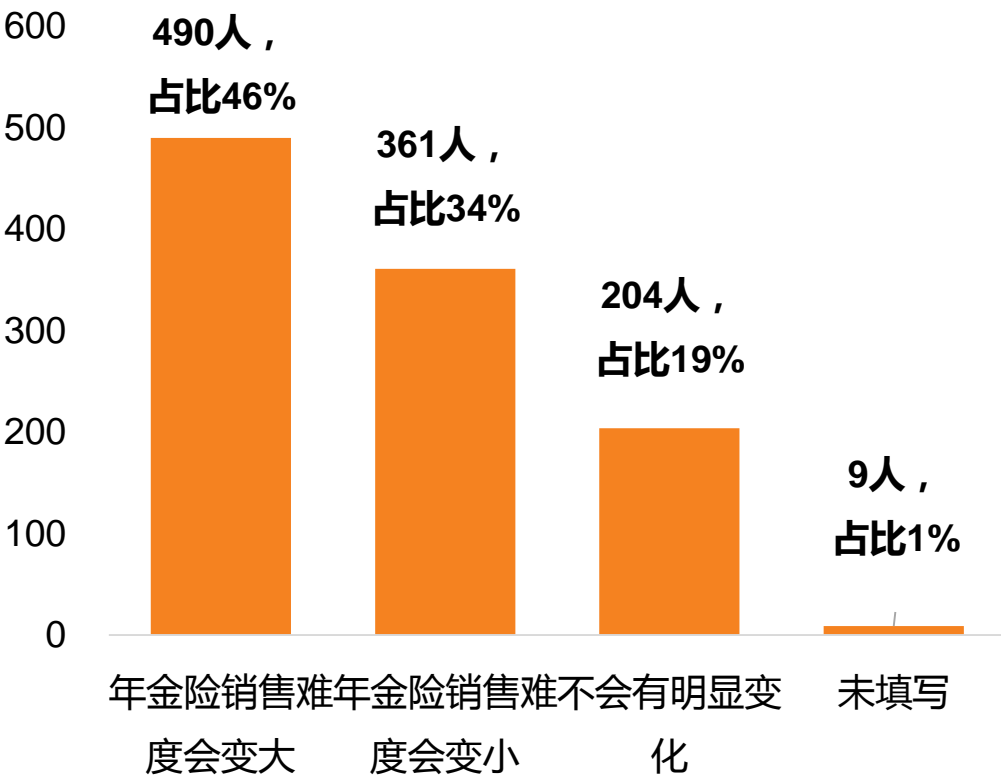
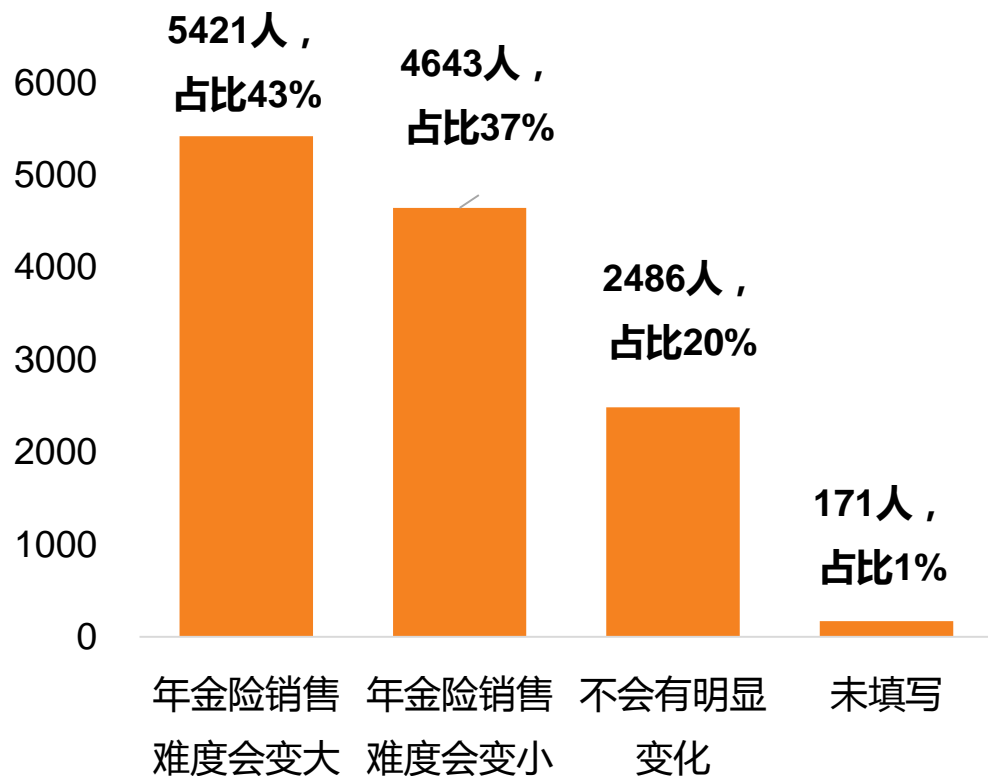


图12：第二组样本反馈的疫情后年金险销售



# 1. 2020年处于寿险行业调整的末期，复苏的初期

寿险行业的小复苏值得期待：

- 1) 低息环境下，年金险相较银行理财产品的吸引力上升；
- 2) 信用爆雷环境下，保险产品相较P2P、私募基金、信托产品、其他资管产品的安全性优势体现；
- 3) 整体就业压力下，代理人增员的空间变大；社会焦虑感是保单销售的重要动力。

表2：人身险行业的周期总结

轮次	周期	时间区间	市场特点
1	扩张期	2007-2009	银保渠道井喷发展，分红险和万能险迅速增长。
2	调整期	2010-2013	2010年监管对银保渠道进行规范；高利率环境下，银行理财进入市场，分红险和万能险受到挤出。
3	扩张期	2014-2017	保险公司价值转型，聚焦个险渠道；2015年保代考取消，代理人高速增长；寿险费率市场化改革完成；健康险高速增长。
4	调整期	2018-2020	2018年政策对快返年金险进行限制；增员难度加大，队伍扩张遇瓶颈；转型2.0启动，初期（如清虚）带来阵痛；中小保险造成冲击。

# 1. 高端市场 + 县域市场的行业前景更优，中小公司压力加剧

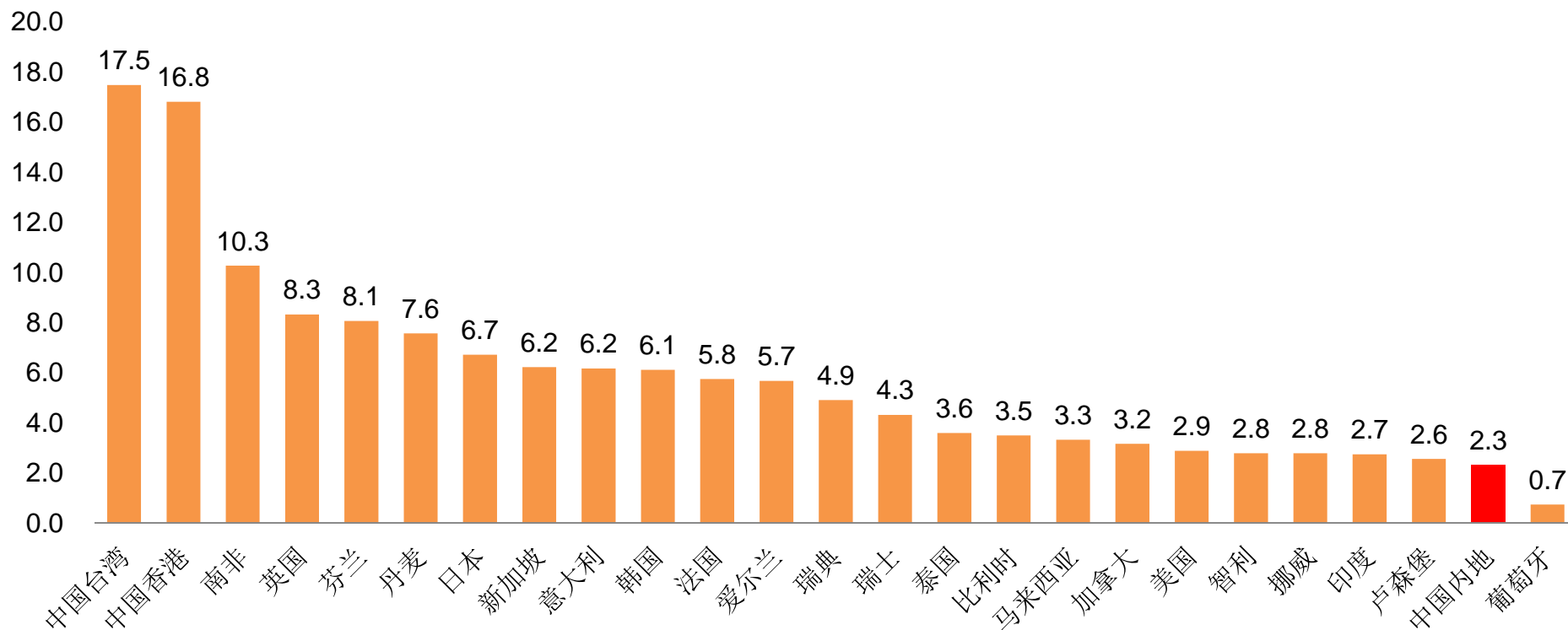
图13：人身险的市场分层理论

保险市场分层	市场特征
<b>高端市场</b> 一线城市高净值人群	需求：对于财富传承、高端医疗的需求很大 供给：市场进入者少，友邦、中美大都会等公司
<b>中端市场</b> 一线其他人群、二线城市	需求：对于重疾保障、医疗需求很大，看中性价比 供给：竞争最为激烈的市场，大、中、小公司均有进入，是中小公司的主战场
<b>县域市场</b> 其他城市	需求：对于重疾保障、医疗需求很大，看重品牌及价格 供给：由于大公司分支机构广泛，市场主要是大型保险公司经营，竞争格局稳定

# 1. 人身险行业仍有10-15年黄金增长期

人身险深度的决定因素包括：人均GDP、城市化水平、教育水平、储蓄率、社会保障水平、医疗费用支出、人口结构（30-55岁人口占比）、居民杠杆率等。

图14：2018年全球寿险深度（%）



# 1. 人身险行业仍有10-15年黄金增长期

中性假设下，我们预测中国人身险深度将于2032年达到6.68%的顶峰。

表3：不同情形下的人身险深度（人身险保费/GDP）预测值

年份	保守情形	中立情形	乐观情形	年份	保守情形	中立情形	乐观情形
2018	2.69%	2.67%	2.64%	2034	4.79%	6.35%	8.81%
2019	2.60%	2.77%	2.69%	2035	4.71%	6.20%	8.51%
2020	2.62%	2.90%	2.78%	2036	4.69%	6.06%	8.23%
2021	2.73%	3.06%	2.92%	2037	4.62%	5.93%	7.97%
2022	2.88%	3.28%	3.13%	2038	4.59%	5.80%	7.72%
2023	3.08%	3.56%	3.46%	2039	4.53%	5.68%	7.50%
2024	3.33%	3.96%	3.80%	2040	4.51%	5.57%	7.28%
2025	3.64%	4.36%	4.40%	2041	4.44%	5.46%	7.08%
2026	4.13%	4.88%	5.03%	2042	4.42%	5.36%	6.90%
2027	4.51%	5.48%	5.67%	2043	4.36%	5.26%	6.72%
2028	4.90%	5.99%	6.46%	2044	4.34%	5.17%	6.55%
2029	4.98%	6.34%	6.77%	2045	4.29%	5.08%	6.40%
2030	5.00%	6.54%	7.31%	2046	4.27%	4.99%	6.25%
2031	4.92%	6.66%	7.68%	2047	4.22%	4.91%	6.11%
2032	4.84%	6.68%	7.95%	2048	4.26%	4.84%	5.97%
2033	4.81%	6.51%	8.80%	2049	4.21%	4.76%	5.85%



# 目录

一、负债端：2季度保费将迎来改善，寿险保费有望进入小复苏期

二、资产端：长期投资收益率的“实际值”显著高于“当前估值隐含值”

三、国际比较：相对海外，中国保险股的估值水平明显偏低

## 2. 目前股价隐含的“长期投资收益率假设”过低

当前A股估值隐含的“长期投资收益率假设”极低：平安A股为4.3%（未考虑科技、管理等各种溢价），国寿A股为3.5%，新华、太保A股低于2.5%。而破净的港股保险股隐含的信息更是“有效业务价值VIF为负”且“存量资产的减值风险较大”。

表4：4月21日估值对应的隐含投资收益率以及“调整后PEV”

	平安A	国寿A	太保A	新华A	平安H	国寿H	太保H	新华H
2020年PEV（倍）	0.94	0.73	0.57	0.58	0.92	0.38	0.43	0.30
对应的投资收益率假设	4.33%	3.53%	2.27%	2.43%	4.14%	1.61%	1.43%	0.69%
调整后PEV（倍） 【对应长期收益率假设 3.5%的悲观预期】	1.09	1.01	0.74	0.77	1.07	0.52	0.57	0.40
EV理论折价率	-14%	-28%	-24%	-24%	-14%	-28%	-24%	-24%

## 2. 中国上市保险公司大概率不会经历危机

海外寿险业危机：繁荣期高预定利率的长期保单——利率下行叠加股市楼市下跌——投资激进——利差损——寿险公司破产。

但中国寿险行业跟海外市场的本质差别在于我们2000年后没有销售“高预定利率的长期保单”。由于监管保护的存在，2000-2013年预定利率上限是2.5%，2013年至今预定利率的实际上限是4.025%。

表5：日本寿险行业的保单预定利率

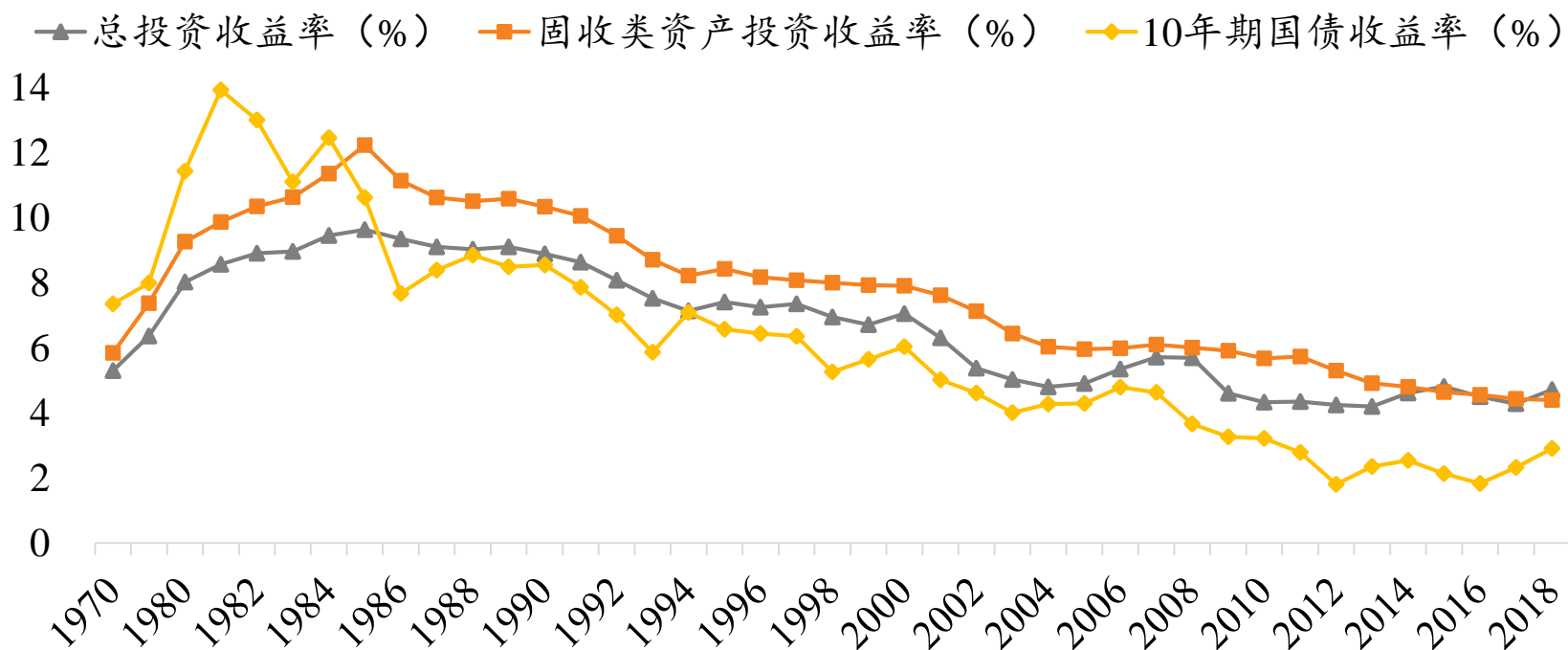
年份	平均预定利率
1946年-1951年	3.00%
1952年-1975年	4.00%
1976年-1992年	5.00%-6.25%
1993年	4.75%
1994年-1995年	3.75%
1996年-1998年	2.75%
1999年-2000年	2.00%
2001年-2012年	1.50%
2013年至今	1.00%（预计）

## 2. 海外：利率如何影响保险投资收益率水平？

### 1、美国：投资收益率与利率显著相关，但前者的稳定性更强。

1980年起，美国长端利率开启了长期下行走势，但其固收类资产收益率表现平稳，且与10年期国债收益率一般保持150-200 bps的正向利差，近50年来总投资收益率维持在4.2%以上。

图15：美国寿险业固收类资产投资收益率相较于国债收益率基本保持150-200bps利差



## 2. 海外：利率如何影响保险投资收益率水平？

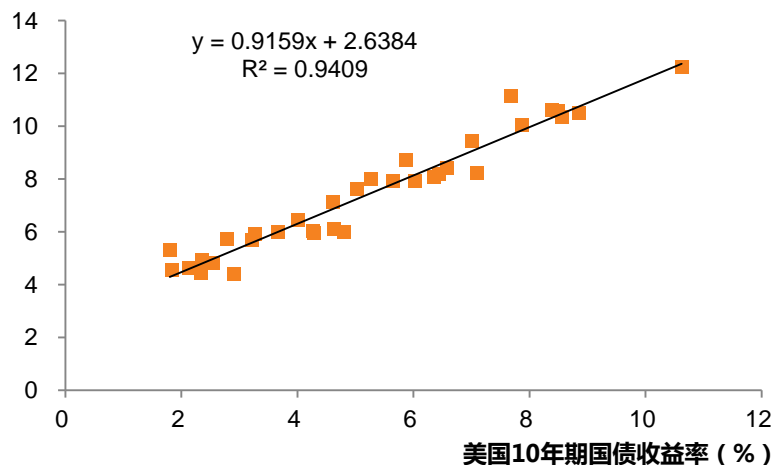
1、美国：投资收益率与利率显著相关，但前者的稳定性更强。

通过回归模型测算，可验证美国寿险投资收益率与长端利率线性正相关，但表现更为稳定。

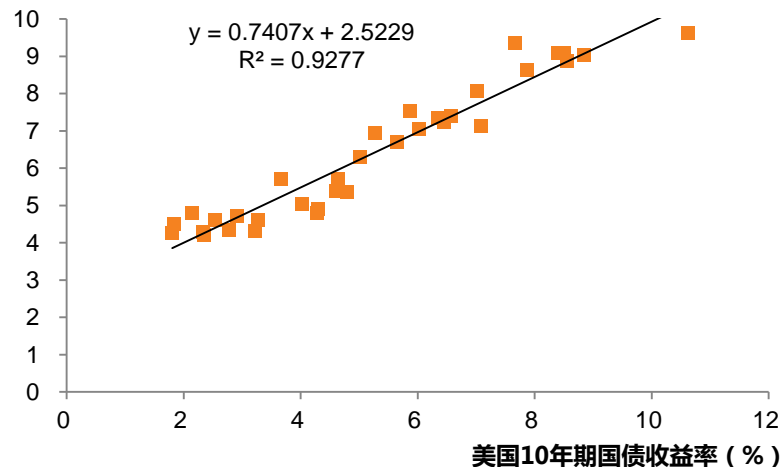
- 美国寿险固收类资产收益率 =  $0.92 \times \text{美国10年期国债利率} + 2.63\%$
- 美国寿险总资产收益率 =  $0.74 \times \text{美国10年期国债收益率} + 2.52\%$

图16：1985年-2018年美国寿险固收类收益率、总投资收益率和国债利率的相关性

美国寿险行业固收类资产投资收益率 (%)



美国寿险行业总资产投资收益率 (%)

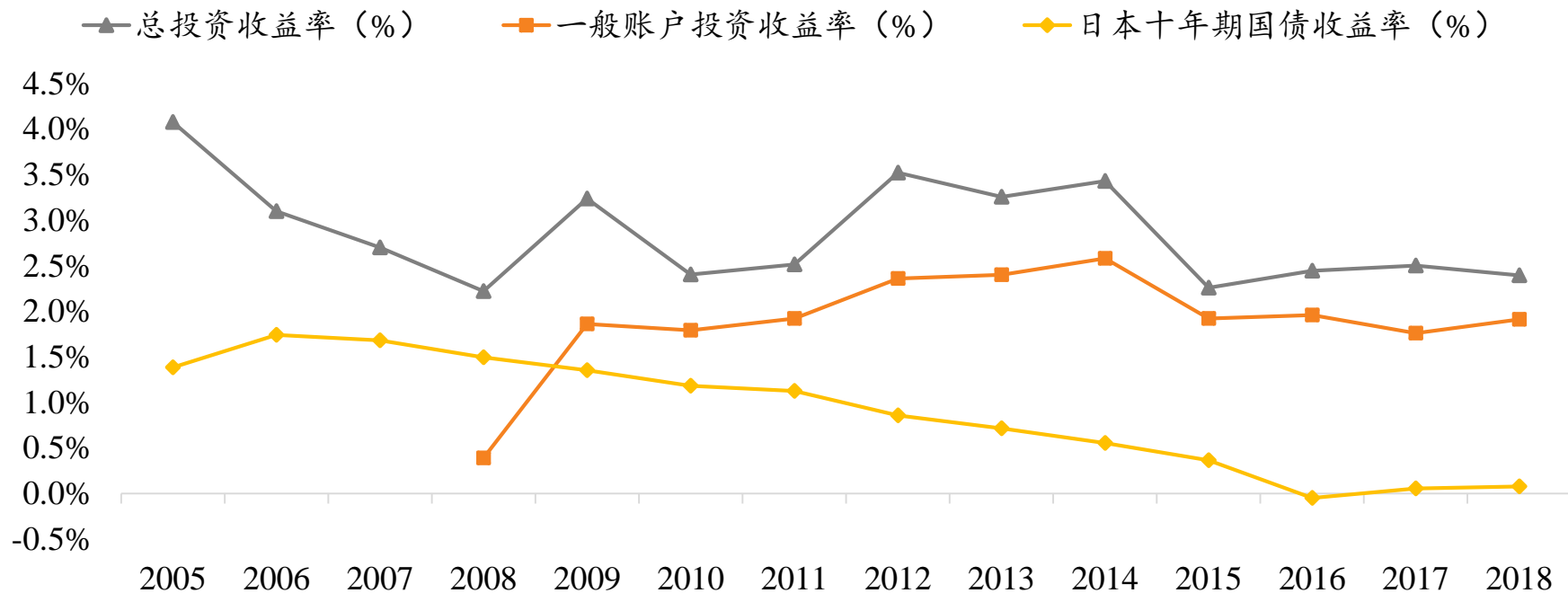


## 2. 海外：利率如何影响保险投资收益率水平？

### 2、日本：投资收益率独立于国内利率走势，源于海外投资占比高

日本寿险的投资收益率与国内长端利率相关性较低，在利率下行期，投资收益率仍可逆势上行，主要得益于海外资产配置。

图17：2005-2018年日本保险行业的投资收益率与利率没有显著相关性

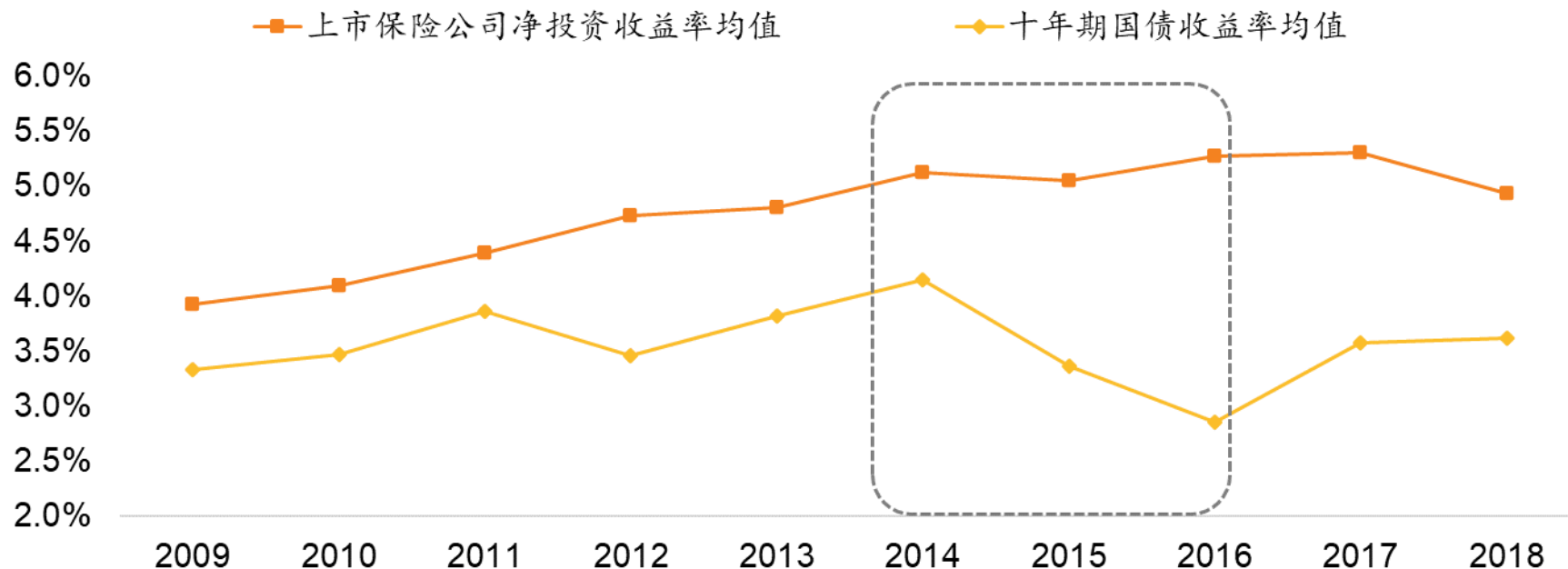


## 2. 中国：如何预期未来的投资收益率水平？

### 1、回溯历史：投资收益率与利率相关性不高，且稳定性更强

2014年以来，上市保险公司的净投资收益率与10年期国债利率基本可维持100–200 bps正向利差，且投资收益率波动率相较于长端利率更小，主要源于国内保险公司已建立起跨周期的资产负债管理能力，逢高配置以对冲无风险收益率下行。

图18：2014年以来，净投资收益率与国债利率基本可维持100–200bps正向利差



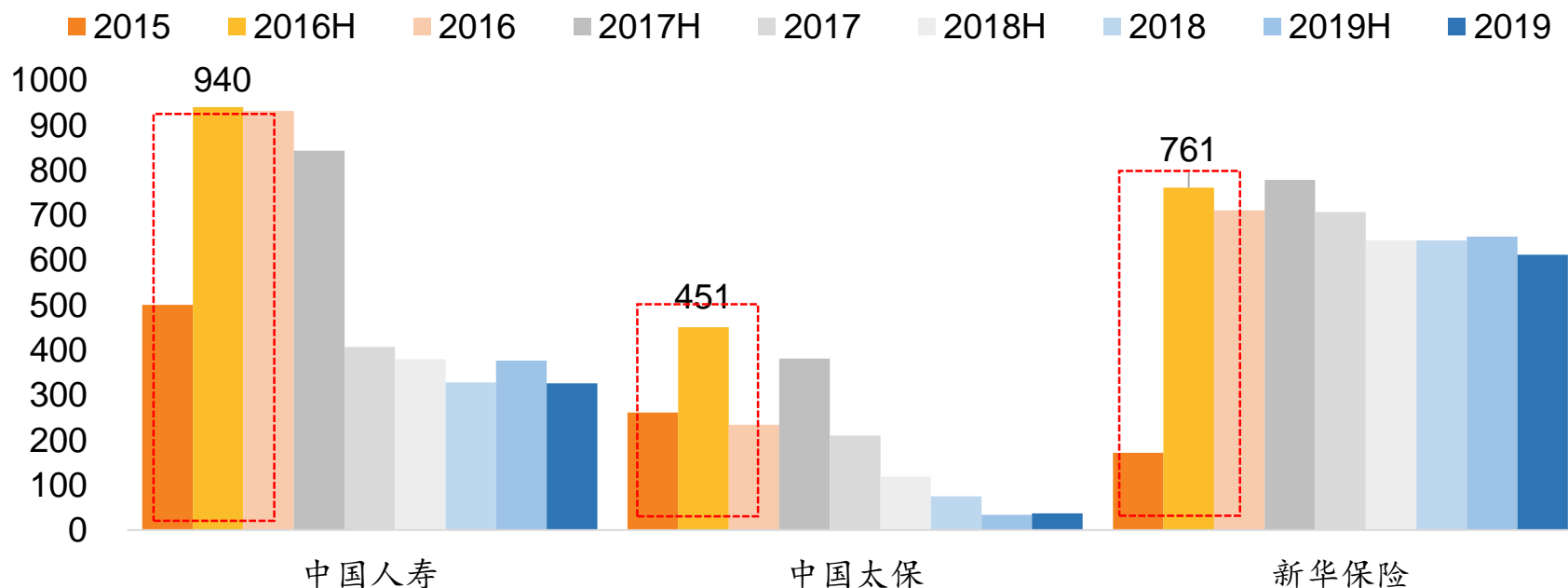
## 2. 中国：如何预期未来的投资收益率水平？

### 1、回溯历史：投资收益率与利率相关性不高，且稳定性更强

以近几年保险公司资产端新增配置的情况为例：

① 2016年，利率低位徘徊，普遍选用“等待配置策略”，增配短期理财。

图19：2016年上半年起，保险公司大量增配短期理财型产品（单位：亿元）





## 2. 中国：如何预期未来的投资收益率水平？

1、回溯历史：投资收益率与利率相关性不高，且稳定性更强

以近几年保险公司资产端新增配置的情况为例：

② 2017年，长端利率反弹，抓住利率高点，加杠杆增配长久期国债。

图20：卖出回购金融资产款2017年增至高位

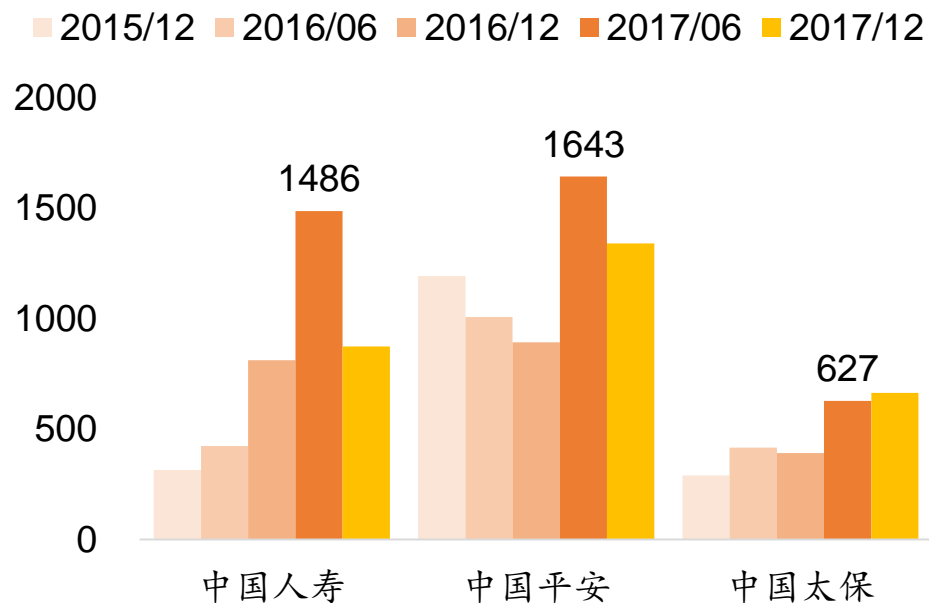
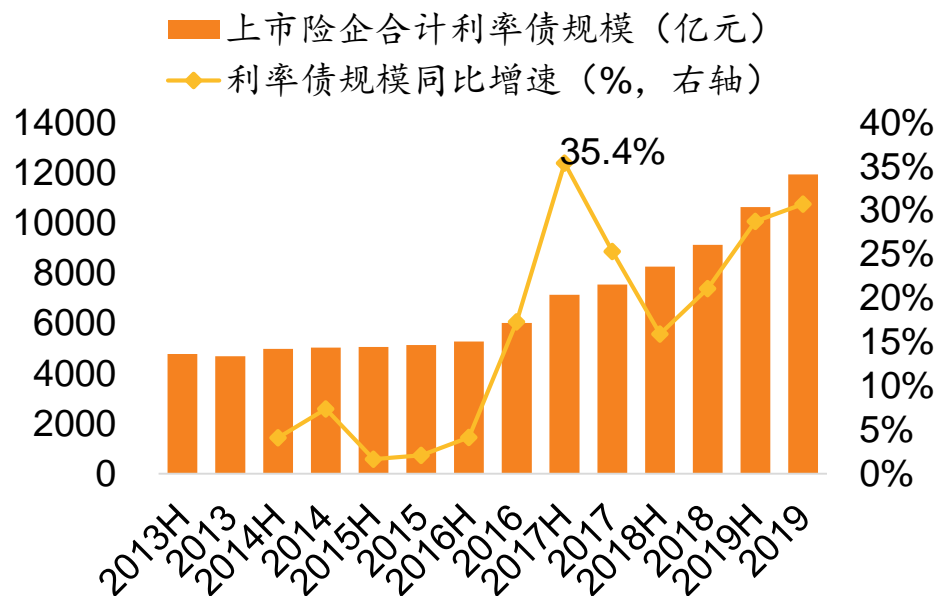


图21：2017年抓住利率高点，显著加配利率债



## 2. 中国：如何预期未来的投资收益率水平？

1、回溯历史：投资收益率与利率相关性不高，且稳定性更强

以近几年保险公司资产端新增配置的情况为例：

③ 2018年，资管新规后银行存款压力暴露，保险大量增配5年期协议存款；

图22：2018年对定期存款的净配置规模激增  
(单位：亿元)

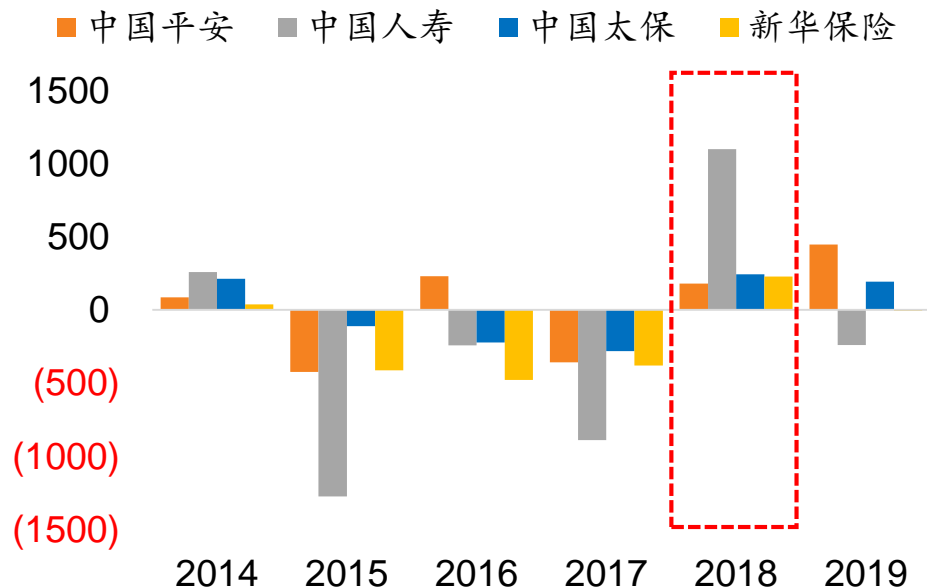
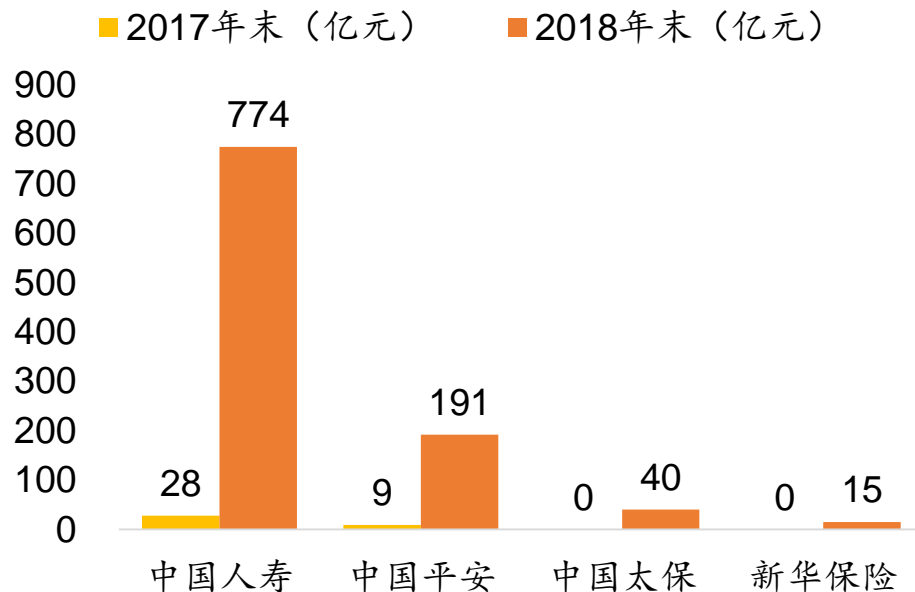


图23：2018年大量增配5年期及以上定期存款



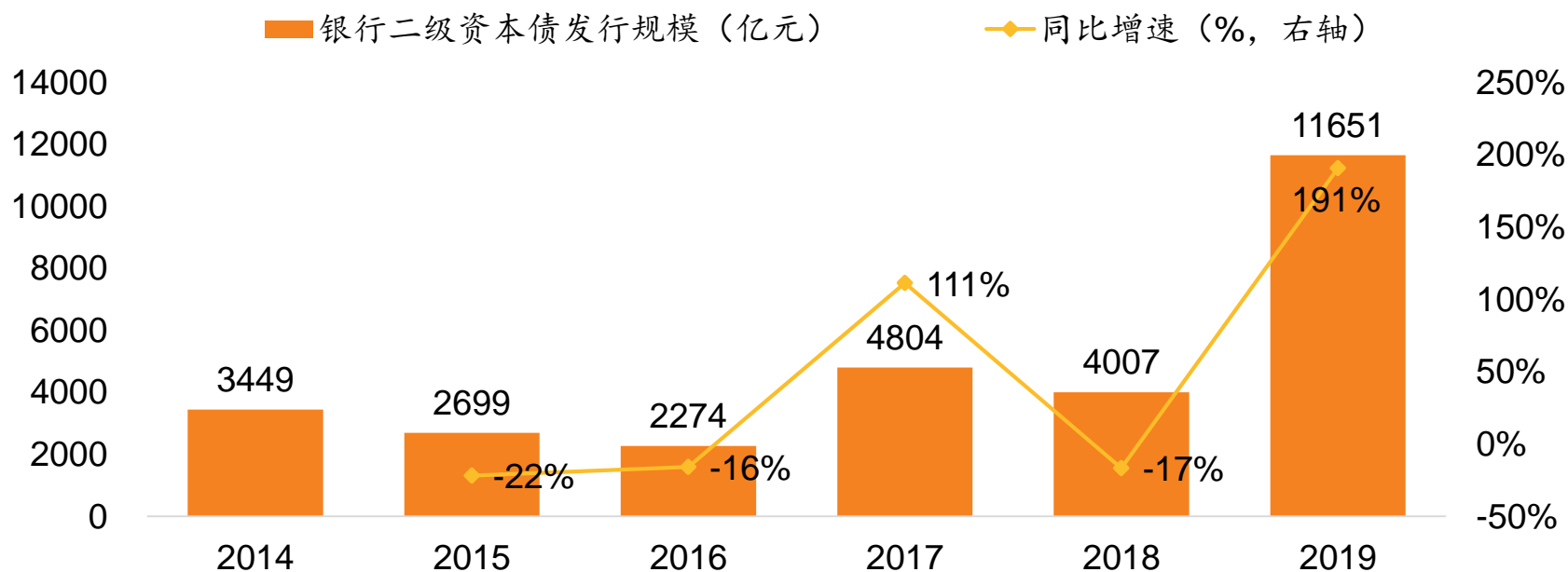
## 2. 中国：如何预期未来的投资收益率水平？

1、回溯历史：投资收益率与利率相关性不高，且稳定性更强

以近几年保险公司资产端新增配置的情况为例：

④ 2019年初，银行的二级资本债发行量上升，保险亦大量增配。

图24：2014-2019年银行二级资本债发行规模及同比增速



## 2. 中国：如何预期未来的投资收益率水平？

### 2、展望未来：市场对保险公司的投资收益率存在较大预期差

预期差一：30年期地方债的发行量已大幅上升，且趋势或可持续，考虑免税效应后的投资收益率超过5%；保险后续参与国债期货或将有效管控利率风险。

图25：2018-2020E市场长债发行量情况（亿）

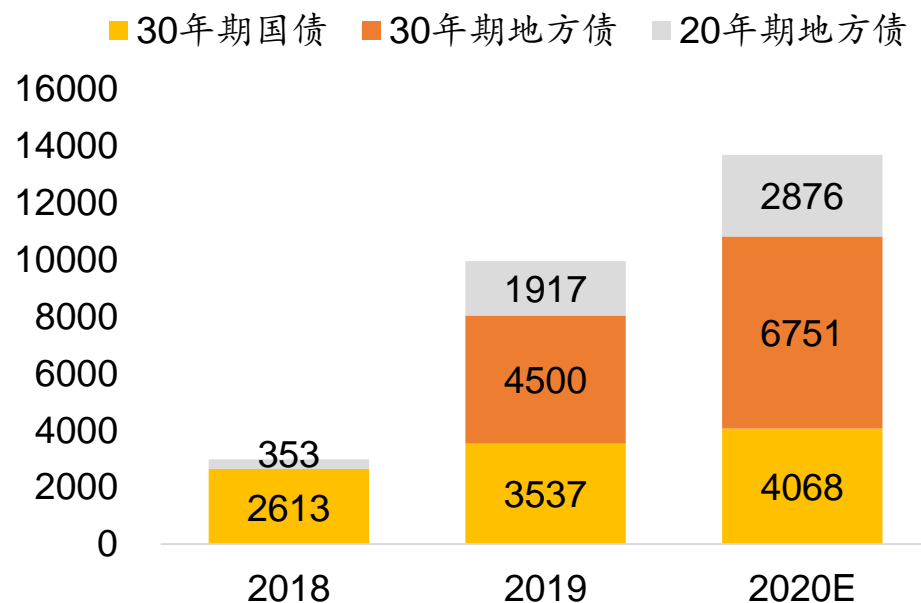


图26：市场长久期利率债足够保险公司增量配置

单位：亿	2018	2019E	2020E
行业新配资产（新增投资+到期再投资）	24,613	27,791	30,570
前4家保险公司新配资产（国寿、平安、太保、新华）	11,750	13,561	15,189
长久期国债和地方政府债发行规模	2,986	9,955	13,695
行业新增长久期国债+政府债配置占比（假设保险行业获取新发行长久期债券的80%）	10%	29%	36%
前4家保险公司新增长久期国债+政府债配置占比（假设头部保险公司获取新发行长久期债券的50%）	13%	37%	45%

## 2. 中国：如何预期未来的投资收益率水平？

### 2、展望未来：市场对保险公司的投资收益率存在较大预期差

预期差二：高股息率股票增配力度正在加大，目前上市公司持有港股的平均股息率超过6.5%（考虑免税效应后更高），催生了“债券替代策略”。

图27：险资持仓以高分红、低波动的金融地产为主

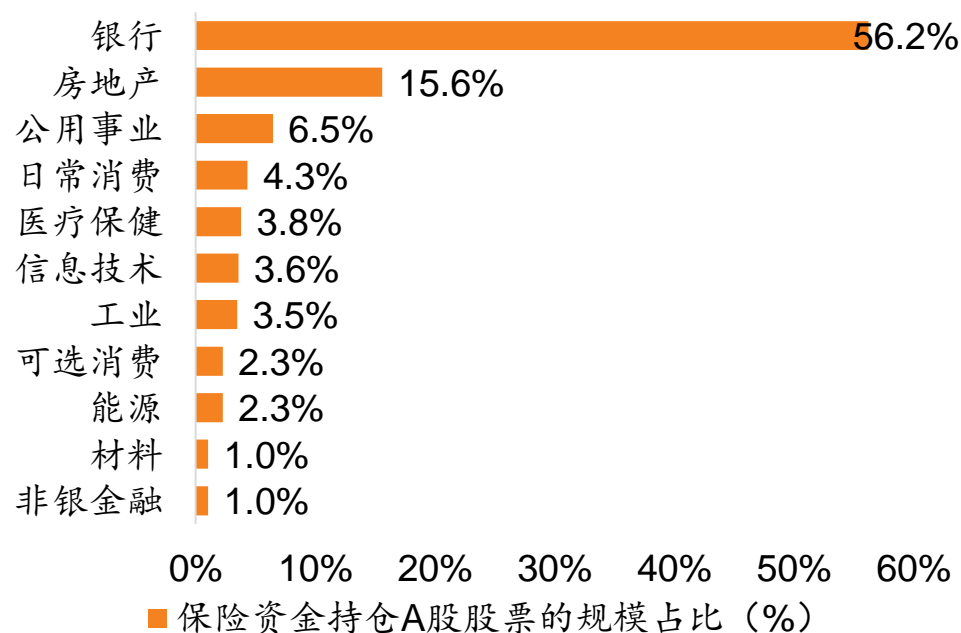


图28：上市保险公司持有港股标的的股息率

公司	持有的港股标的	平均股息率
中国人寿	邮储银行、农业银行、中国光大银行、中国银行、中国太保、万科企业、工商银行、中石化、中广核电力、复星医药、中国人民保险集团、福耀玻璃、兖州煤业	6.62%
中国平安	工商银行、汇丰控股、碧桂园、中国金茂、旭辉控股集团	7.54%
中国太保	中国银行、江苏宁沪高速公路	6.88%
新华保险	中国金茂、兖州煤业股份、中国人民保险集团	8.63%

## 2.中国：如何预期未来的投资收益率水平？

### 2、展望未来：市场对保险公司的投资收益率存在较大预期差

预期差二：险资举牌也在加速，目前市场1/4股票静态报酬率可达5%以上，“权益法核算”有望提升投资收益率水平。

图29：长期股权投资占比持续提升

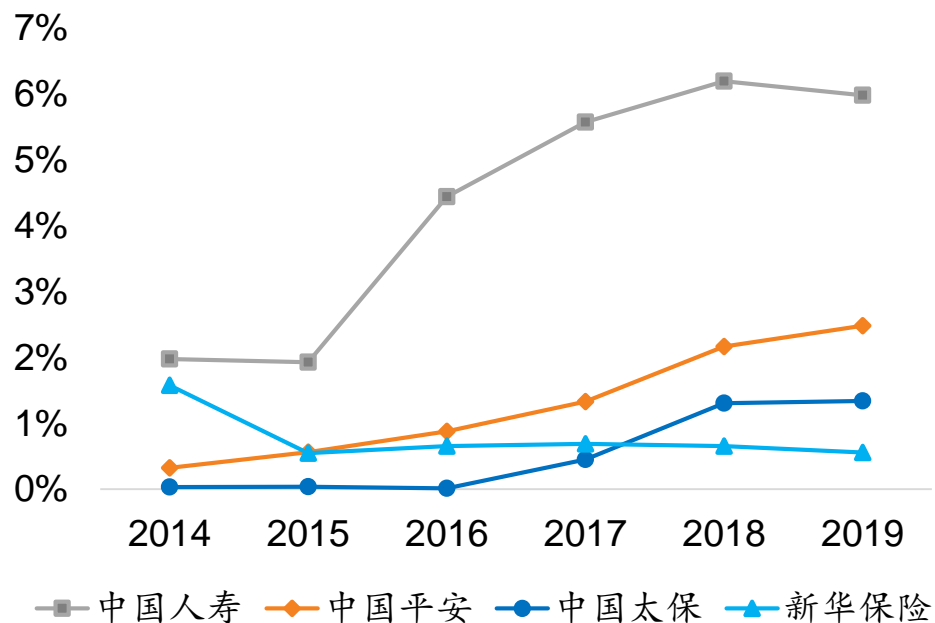


图30：A股的PE区间分布数量和ROE情况

PE 区间	股票数量	股票占比	三年平均roe(%)
0-20	928	25.01%	11.99%
20-30	578	15.58%	12.09%
30-40	390	10.51%	11.38%
>40	1378	37.14%	8.38%
负值	436	11.75%	-3.36%
合计	3710	100.00%	8.74%

注：PE 值以 2020 年 3 月 31 日收盘价计算

## 2. 中国：如何预期未来的投资收益率水平？

### 2、展望未来：市场对保险公司的投资收益率存在较大预期差

预期差三：非标资产具备“流动性溢价”和“政策溢价”带来的超额收益；保险公司的“投行能力”显著增强，可投行业正逐步拓展，预计未来几年保险对非标资产的投资收益率仍可维持在5%-6%的水平。

图31：2018-2019年上市保险公司的非标资产投向正逐步拓展

中国人寿	2019	2018	中国平安	2019	2018	中国太保	2019	2019H
交运	22.2%	22.1%	基建	33.5%	34.9%	基础设施	27.2%	27.4%
非银	15.1%	14.7%	-高速公路	12.5%	16.5%	非银金融	23.9%	22.6%
采掘	12.1%	12.1%	-电力	2.9%	6.3%	交通运输	15.2%	15.9%
公共事业	10.8%	7.5%	-基础设施及园区开发	8.7%	5.5%	不动产	14.6%	15.7%
综合	9.4%	22.0%	-其他（水务/环保/铁路投资等）	9.4%	6.6%	能源、制造业	10.0%	11.4%
房地产	9.0%	6.8%	非银金融	36.3%	30.8%	<b>其他</b>	<b>9.1%</b>	<b>7.0%</b>
有色金属	3.5%		不动产	18.3%	22.2%	Total	100.0%	100.0%
电气设备	2.2%	2.6%	煤炭开采	1.5%	2.7%			
建筑材料	1.9%	8.6%	<b>其他</b>	<b>10.4%</b>	<b>9.4%</b>			
<b>其他</b>	<b>13.7%</b>	<b>3.6%</b>	Total	100.0%	100.0%			
Total	100.0%	100.0%						

## 2. 中国：如何预期未来的投资收益率水平？

3、测算未来保险公司的投资收益率水平：我们估算，悲观情形下（2030年长端利率降至1.0-1.5%），保险公司的净投资收益率仍然将维持在3.5%以上。

表6：利率下行趋势下，2020E-2030E保险公司资产端投资收益率测算

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>1、债券</b>											
10年期国债利率	2.85%	2.72%	2.58%	2.45%	2.31%	2.18%	2.04%	1.91%	1.77%	1.64%	1.50%
债券投资收益率（免税效应后）	<b>4.75%</b>	<b>4.62%</b>	<b>4.48%</b>	<b>4.34%</b>	<b>4.19%</b>	<b>4.05%</b>	<b>3.90%</b>	<b>3.75%</b>	<b>3.60%</b>	<b>3.45%</b>	<b>3.30%</b>
债券配置占比	44%	44%	43%	43%	42%	42%	42%	41%	41%	40%	40%
<b>2、非标</b>											
新增非标收益率	5.70%	5.60%	5.50%	5.30%	5.20%	5.00%	4.80%	4.60%	4.40%	4.20%	4.00%
存量非标收益率	<b>5.70%</b>	<b>5.69%</b>	<b>5.66%</b>	<b>5.60%</b>	<b>5.54%</b>	<b>5.46%</b>	<b>5.36%</b>	<b>5.25%</b>	<b>5.12%</b>	<b>4.98%</b>	<b>4.84%</b>
非标配置占比	20.0%	21.0%	22.0%	23.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
<b>3、股票&amp;基金</b>											
高股息股票分红率	<b>5.00%</b>	<b>5.00%</b>	<b>5.00%</b>	<b>5.00%</b>	<b>5.00%</b>	<b>5.00%</b>	<b>5.00%</b>	<b>5.00%</b>	<b>5.00%</b>	<b>5.00%</b>	<b>5.00%</b>
高股息股票/股基资产规模	15%	20%	25%	30%	33%	35%	38%	40%	43%	47%	50%
股基配置占比	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
高股息股票占比	1.7%	2.2%	2.8%	3.3%	3.6%	3.9%	4.2%	4.4%	4.7%	5.2%	5.5%
<b>4、长期股权投资</b>											
长期股权投资收益率	<b>5.00%</b>	<b>5.00%</b>	<b>5.00%</b>	<b>5.00%</b>	<b>5.00%</b>	<b>5.00%</b>	<b>5.00%</b>	<b>5.00%</b>	<b>5.00%</b>	<b>5.00%</b>	<b>5.00%</b>
长期股权投资配置占比	3.5%	3.7%	3.8%	4.0%	4.1%	4.3%	4.4%	4.6%	4.7%	4.9%	5.0%
<b>5、定期存款</b>											
新增定存协议利率	<b>3.75%</b>	<b>3.70%</b>	<b>3.60%</b>	<b>3.50%</b>	<b>3.40%</b>	<b>3.30%</b>	<b>3.20%</b>	<b>3.00%</b>	<b>2.70%</b>	<b>2.60%</b>	<b>2.50%</b>
存量定存协议利率	<b>4.39%</b>	<b>4.28%</b>	<b>4.18%</b>	<b>4.08%</b>	<b>3.98%</b>	<b>3.88%</b>	<b>3.77%</b>	<b>3.66%</b>	<b>3.51%</b>	<b>3.38%</b>	<b>3.25%</b>
定存配置占比	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	9.0%	9.0%	8.0%	8.0%	7.0%	7.0%
<b>6、其他</b>											
其他回收类收益率	4.0%	3.8%	3.6%	3.4%	3.2%	3.0%	2.8%	2.5%	2.2%	1.8%	1.5%
其他回收类占比	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
现金及其他收益率	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%
现金及其他占比	5.0%	4.3%	3.5%	2.8%	2.0%	3.3%	3.5%	4.8%	5.0%	6.3%	6.5%
净投资收益率	<b>4.72%</b>	<b>4.67%</b>	<b>4.61%</b>	<b>4.55%</b>	<b>4.49%</b>	<b>4.34%</b>	<b>4.21%</b>	<b>4.05%</b>	<b>3.92%</b>	<b>3.75%</b>	<b>3.61%</b>



# 目录

一、负债端：2季度保费将迎来改善，寿险保费有望进入小复苏期

二、资产端：长期投资收益率的“实际值”显著高于“当前估值隐含值”

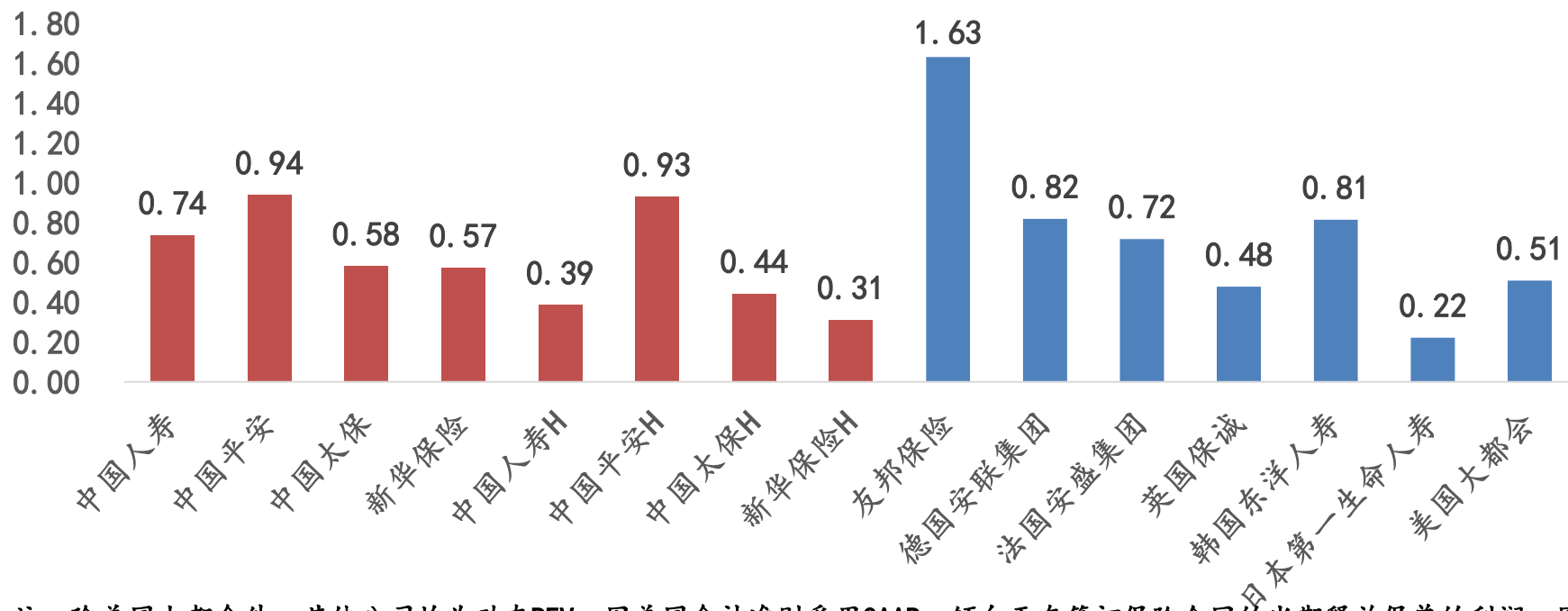
三、国际比较：相对海外，中国保险股的估值水平明显偏低

### 3. 国际比较：中国保险股的估值水平被低估

1、目前中国保险股A股的整体PEV估值水平低于欧洲、韩国，且平安较友邦的估值差距拉大。太平、新华H股的估值水平逼近日本。

2、但是，中国保险行业的保费成长性（保险深度趋势）、利率环境（名义GDP增速）、内含价值EV可信度（风险贴现率假设 - 投资收益率假设）均优于海外市场，因此估值理应高于海外。

图32：国内外保险股的PEV动态估值对比（4月17日）



注：除美国大都会外，其他公司均为动态PEV；因美国会计准则采用GAAP，倾向于在签订保险合同的当期释放保单的利润，因此可以将美国的PB与其他国家的PEV进行比较

### 3. 国际比较：中国保险股的估值水平被低估

我们选取国外利率与中国当前的利率区间相近的历史时期，用这段时期的估值水平来为中国保险股当前的PEV估值水平提供参考：

可见有参考意义的估值区间为**0.74-0.92倍动态PEV**。注意，这些时期海外市场的寿险深度已然往下，而NBV增速是影响PEV估值的关键因素，因此中国保险股的合理PEV估值理应更高。

表7：海外估值的对比区间

	对比区间	10年期国债收益率	动态PEV估值区间	估值均值
美国大都会	2014年5月-2015年1月	2.10%-2.63%	0.76-0.90	0.84
韩国东洋人寿	2015年1月-2016年1月	2.02%-2.66%	0.82-0.93	0.88
英国保诚	2011年10月-2013年5月	1.56%-2.67%	0.72-1.23	0.92
德国安联集团	2011年8月-2012年3月	1.84%-2.53%	0.60-0.85	0.74
法国安联集团	2012年8月-2014年4月	1.71%-2.56%	0.64-1.13	0.88

### 3. 国际比较：中国保险股的估值水平被低估

风险提示：

1、经济超预期下滑：疫情导致国内经济压力增加，叠加海外疫情仍然具有不确定性，亦对国内经济增长形成压力，若经济超预期下滑，居民财富将近一步缩水，将冲击保单销售。

2、长端利率超预期快速下行：如果长端利率超预期快速下行，则保险公司再投资资产将面临配置压力，且负债端的准备金计提超预期，将抑制保险公司估值。

3、权益市场波动：若权益市场剧烈波动导致投资收益下滑，将会对保险公司净利润造成负面冲击，投资负偏差可能拖累EV增长。

4、保障型产品销售不及预期：若新冠肺炎疫情发展超预期，社会复工全面延迟，代理人线下展业受限，后续保障型产品销售可能不及预期。

THANKS