

保险行业5月月报（2020年第5期，总第6期）

中性（维持）

## 行业保费全面回暖，5月反弹行情减弱

- **月度行情复盘：反弹行情减弱，外资结束流出小幅流入。**经历1季度持续走弱，全行业表现垫底后，保险股4月迎来了小幅反弹，主要逻辑为国内疫情平稳后业绩的边际改善以及1季度利润小超预期。但5月反弹并未持续，行情转而向下，截至5月27日，保险指数较上月底下跌4.36%，跑输大盘2.65个百分点，涨跌幅位列Wind二级行业倒数第3位，年初至今累计跌幅为17.47%，跑输大盘11.34个百分点。各公司4月单月涨跌幅分别为：-9.85%（国寿）、-9.68%（太保）、-4.23%（新华）、-3.62%（人保）、-3.42%（平安）。当前为市场预期空窗期，在基本面未有较大改善下，保险股受市场风险偏好影响较大。3、4月受海外流动性影响，外资大幅流出，进入5月外资结束流出，小幅流入中国平安。截至5月27日，中国平安沪港通年内成交总额1065亿元，累计净卖出额78.7亿元，5月单月净买入2.1亿元，沪港通持股占平安流通股比重上升0.02pct至7.23%。
- **负债端业绩跟踪：寿险保费强势反弹，健康险增长平稳。**1-4月行业人身险公司保费1.5万亿元，同比+3.8%；4月单月保费2016亿元，同比+19.2%，其中寿险同比+21.3%（前值-0.3%），代理人展业活动逐渐恢复，前期后置的需求将释放加上保险公司主动刺激力求追回业绩带动业绩强势反弹。健康险同比+17.6%，需求保持平稳。4月单月财产险公司保费同比+12.2%，受汽车消费政策刺激，汽车销量回暖带动车险保费同比增长10.3%（前值+2.1%），非车险全面恢复，仅意外险受疫情期间外出减少影响而延续负增长，其余险种均实现正增长。企财险、责任险边际改善趋势明显，增幅较上月分别扩大10.5pct、14.8pct；农险、健康险在高基数下增速有所回落。
- **资产端表现跟踪：长端利率企稳回升，万能险结算利率松动。**2018年以来，市场万能险结算利率中位数在4.5%左右，近两月结算利率中位数松动向下，显示出保险公司面临的投资环境恶化。受疫情影响宏观经济下行压力加大，长端利率遭受较大压力急速向下，但近期有企稳迹象，截至5月27日，10年期国债收益率较上月底震荡上行21.5bp，750日国债平均仍处下行区间，对今年行业利润增长造成压力。险资运用方面，4月末保险资金运用余额19.6万亿元，较年初+5.8%。资产配置结构中，股票和基金占比13.6%，较上月升0.8pct；银行存款占比14.3%，较上月降0.4pct；债券占比34.2%，较上月降0.2pct；其他投资占比37.9%，较上月降0.2pct。
- **支持国家战略发展布局，促进重疾产品定价合理。**5月，中国精算师协会发布《中国人身保险业重大疾病经验发生率表（2020）（征求意见稿）》。新修订的重疾经验发生率表除更新了旧版原始4张表外，还新增了：1）6和28重度疾病病种（2020定义）经验发生率；2）前述发生率表大湾区产品专属；3）严重恶性肿瘤发生率和因重疾死亡比例表。修订内容更加贴合市场的真实需求，解决行业发展中存在的痛点，对促进行业健康发展，扩大保险需求具有重大意义。为大湾区制定专属经验发生率表也体现了保险行业对国家战略布局的支持，有利于提升内地保险竞争力，吸引内地赴港保险购买者回流。结合前期中保协修订重疾定义，行业供给侧改革正在逐步深化中。
- **边际改善促进估值短暂反弹，长期逻辑仍未形成。**短期来看，负债端业绩全面恢复反弹，长端利率企稳回升带动低估值上修，但保险股长期逻辑仍未形成，估值短时间内或将继续筑底，关注下半年险企内部阶段性调整后带来的积极正面成效以及市场风险偏好上行带来的贝塔行情。
- **风险提示：NBV增长不及预期、权益市场动荡、经济下行压力加大、长端利率持续下行。**

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			PB	评级
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
中国平安	70.65	8.94	9.75	11.7	7.9	7.25	6.04	1.92	强推
中国太保	27.79	2.84	3.28	4.07	9.79	8.47	6.83	1.41	推荐
新华保险	43.05	3.46	3.83	4.21	12.44	11.24	10.23	1.59	强推
中国人寿	25.73	0.86	1.08	1.31	29.92	23.82	19.64	1.84	推荐
中国人保	6.12	0.43	0.46	0.71	14.23	13.3	8.62	1.48	中性

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2020年05月27日收盘价

## 华创证券研究所

## 证券分析师：洪锦屏

电话：0755-82755952

邮箱：hongjinping@hcyjs.com

执业编号：S0360516110002

## 联系人：张经纬

电话：0755-82756802

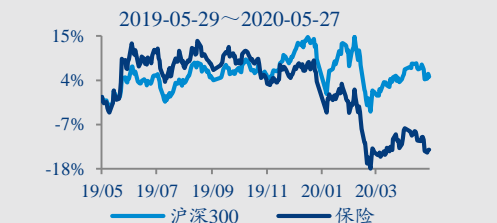
邮箱：zhangjingwei@hcyjs.com

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	7	0.18
总市值(亿元)	27,078.55	4.15
流通市值(亿元)	16,291.04	3.4

## 相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	-1.54	-17.04	-9.43	-9.43
相对表现	-2.14	-16.26	-15.16	-15.16



## 相关研究报告

《转型继续进行，耐心等待拐点来临——保险行业2019年报综述及2020Q1前瞻》

2020-04-12

《保险行业4月月报（2020年第4期，总第5期）：Q1盈利较超预期，保费收入边际改善》

2020-05-07

《保险行业重大事项点评：支持国家战略发展布局，促进重疾产品定价合理——重疾经验发生率表修订点评》

2020-05-10

# 目 录

一、负债端业绩跟踪：行业全面回暖，寿险保费强势反弹.....	4
（一）人身险行业 4 月保费跟踪.....	4
（二）财产险行业 4 月保费跟踪.....	7
二、资产端表现跟踪：长端利率企稳上行，万能险结算利率中位数松动.....	8
三、5 月行情复盘：反弹结束重新向下，外资结束流出小幅流入.....	11
四、重点公司估值及投资建议.....	12
五、上市险企产品跟踪.....	14
六、行业监管政策跟踪.....	16
七、5 月行业重点新闻公告.....	17

# 图表目录

图表 1 4 月人身险保费增速大幅回暖 (单位: 亿元) .....	4
图表 2 人身险各险种年初至今累计增速 (单位: 亿元): 寿险强势反弹, 健康险持稳 .....	4
图表 3 行业格局维持稳定, 国寿份额下降 .....	5
图表 4 除新华外, 其余上市寿险公司保费增速向上 .....	5
图表 5 平安个险新单 4 月单月负增长大幅收窄 .....	6
图表 6 平安人身险 4 月单月增速转正 .....	6
图表 7 新华 4 月单月保费增速边际扩大 .....	6
图表 8 太保寿 4 月单月增速亦转正 .....	6
图表 9 国寿 4 月单月保费实现年初以来最大增幅 .....	6
图表 10 太平寿 4 月单月高增, 增速排名行业前列 .....	6
图表 11 上市寿险公司 Q1 新单保费 (亿元): 国寿新华逆势高增 .....	7
图表 12 行业景气度持续回升累计保费增速向上, 众安财增速回落 .....	8
图表 13 财产险行业各险种 4 月单月保费增速: 各险种全面回暖, 农险健康险回落 .....	8
图表 14 4 月财产险行业集中度下降, 人保财份额下降 .....	8
图表 15 汽车消费政策刺激下, 4 月汽车销量转正 (单位: %) .....	8
图表 16 4 月保险资金运用余额增长持稳, 股票和基金配置比例上升 (单位: 亿元) .....	9
图表 17 4 月保险公司总资产增速向上 (单位: 亿元) .....	9
图表 18 保险机构持有银行间债券结构: 地方政府债占比继续上升 .....	10
图表 19 保险机构净认购银行间债券金额: 4 月主要认购国债、地方政府债、企业债 (单位: 亿元) .....	10
图表 20 5 月股市下跌, 债市上涨, 银行理财收益率震荡下行 (单位: %) .....	10
图表 21 万能险结算利率中位数松动, 持续两月下降 (单位: %) .....	10
图表 22 2018 年以来长端利率开启下行周期, “750 日平均”结束 2 年上行周期 (单位: %) .....	11
图表 23 5 月 10 年期国债收益率震荡上行, 750 日平均向下 (单位: %) .....	11
图表 24 5 月保险股结束反弹, 转而向下 .....	11
图表 25 个股年初至今累计收益率: 1-5 月板块内标的均跑输大盘 (单位: %) .....	11
图表 26 5 月平安沪港通持股占流通股比例上升 (单位: %) .....	12
图表 27 平安累计成交净买入额和成交总额: 5 月外资结束持续两月净流出状态, 小幅流入 (单位: 亿元) .....	12
图表 28 重点公司估值表 .....	13
图表 29 重点公司 PEV 估值走势 .....	13
图表 30 上市寿险公司主力长期保障型产品 .....	14
图表 31 上市寿险公司主力长期保障储蓄混合型产品 .....	15
图表 32 5 月监管政策跟踪 .....	16

## 一、负债端业绩跟踪：行业全面回暖，寿险保费强势反弹

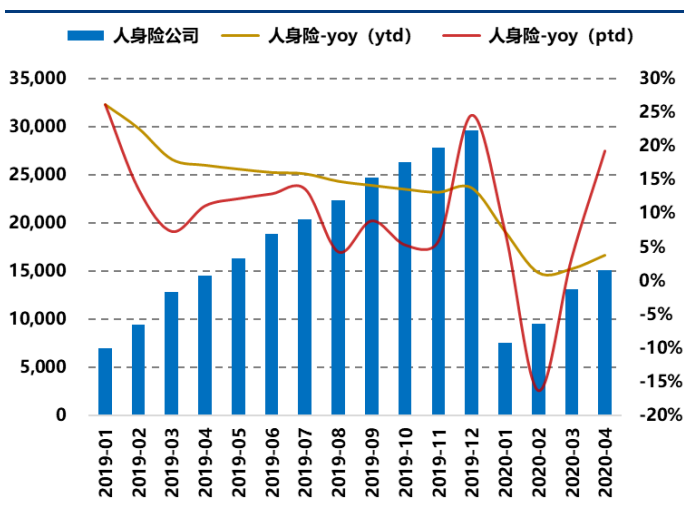
### (一) 人身险行业 4 月保费跟踪

疫情高峰已过，4 月单月人身险保费同比高增。1-4 月行业人身险公司保费 1.5 万亿元，同比+3.8%；4 月单月保费 216 亿元，同比+19.2%（前值+3.3%）。4 月行业保费在 3 月基础上继续好转，单月保费增幅较高拉动累计保费增速较上月增加 2pct，体现了疫情高峰后二季度行业经营回弹的趋势。

寿险业绩强势恢复，健康险增长持稳。人身险公司保费分险种来看，4 月单月寿险原保费 1385 亿元，同比+21.3%（前值-0.3%）；健康险 576 亿元，同比+17.6%（前值+17%）；意外伤害险 56 亿元，同比-3.4%（前值-8.5%）。单月寿险保费实现正增长，增速超过健康险，主要原因为疫情影响下降，叠加去年低基数作用；意外伤害险受出行受限影响，同比依然下滑，但负增长较上月收窄 5.1pct；健康险自年初以来增速保持平稳，其受疫情影响程度相较于寿险和健康险偏小。

上市寿险公司：行业格局基本稳定，国寿份额下滑。1-4 月各上市寿险公司市场份额分别为 22.3%（国寿）、13.9%（平安寿）、6.8%（太保寿）、4.5%（新华）、4.4%（太平寿）、3.8%（人保寿），上市寿险公司份额合计 55.9%，基本恢复到去年底水平。国寿、太保寿、人保寿份额较 3 月分别下降 1.2pct、0.2pct、0.3pct，平安寿、新华、太平寿份额上升 0.6pct、0.1pct、0.1pct，新华保持上市寿险公司第四位。

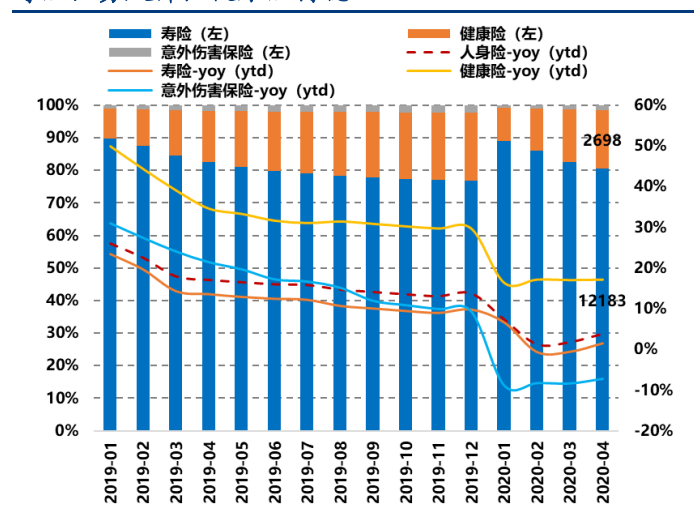
图表 1 4 月人身险保费增速大幅回暖 (单位: 亿元)



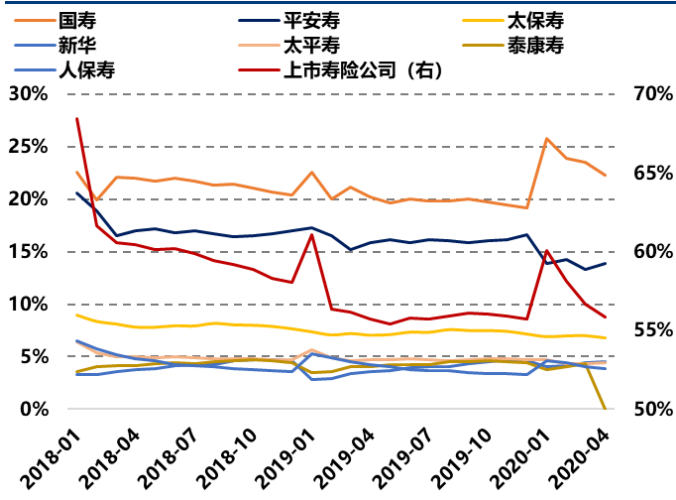
资料来源：银保监会、华创证券

注：YoY-ytd 指年初至今累计增速，YoY-ptd 指当期增速

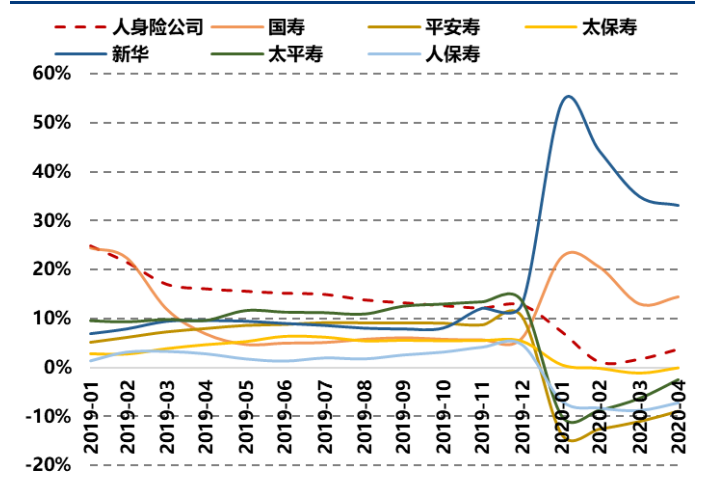
图表 2 人身险各险种年初至今累计增速 (单位: 亿元): 寿险强势反弹，健康险持稳



资料来源：银保监会、华创证券

**图表 3 行业格局维持稳定, 国寿份额下降**


资料来源: 银保监会, 华创证券

**图表 4 除新华外, 其余上市寿险公司保费增速向上**


资料来源: 银保监会, 华创证券

截至目前, 上市寿险公司已披露 4 月保费收入数据。整体来看, 人身险业务受疫情压制已全面减弱, 保费数据较为亮眼。

● **中国平安: 人身险单月增速转正, 个险新单负增长大幅收窄**

平安人身险业务 1-4 月累计保费 2247 亿元, 同比-7.4%, 负增长较上月收窄 2.3pct; 4 月单月保费 394 亿元, 同比+4.9% (前值-1.9%), 单月增速转负为正。

个险新单 1-4 月累计保费 523 亿元, 同比-17%; 4 月单月新单保费 94 亿元, 同比-6% (前值-21.9%), 负增长大幅收窄。

● **新华保险: 个险积极推进高价值健康险保障型产品和年金**

新华 1-4 月累计保费 686 亿元, 同比+33.1%; 4 月单月保费 103 亿元, 同比+23.8% (前值+18.7%), 单月增速较上月扩大 5.1pct。2 季度新华主打高价值率健康险产品, 新推出“颐养金生终身年金险”, 预定利率 3.5%, 价值率较此前年金产品高。

● **中国人寿: 季度节奏鲜明, 抓住健康险销售窗口**

国寿 1-4 月累计保费 3375 亿元, 同比+14.4%; 4 月单月保费 297 亿元, 同比+32%。国寿二季度开始主打保障储蓄混合型的定期返还重疾险——“康宁系列”, 件均保费相对国寿福小, 更利于在疫情背景下销售, 叠加去年同期低基数, 公司单月保费实现今年以来最大增幅。

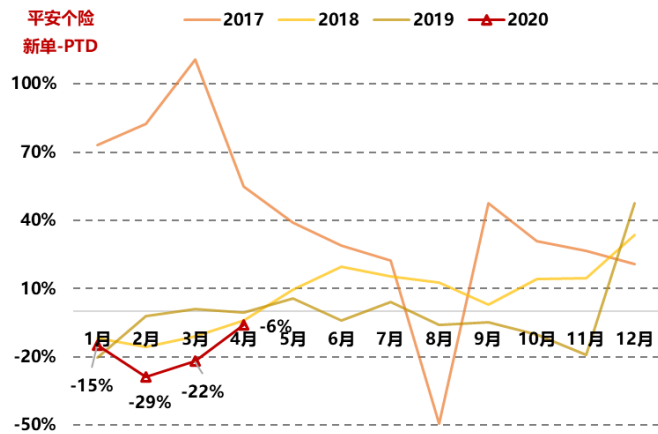
● **中国太保: 单月增速亦转正**

太保 1-4 月累计保费 1028 亿元, 与上年基本持平; 4 月单月保费 109 亿元, 同比+10.3% (前值-3.6%), 单月增速由负转正。

● **中国太平: 单月高增, 增速排名行业前列**

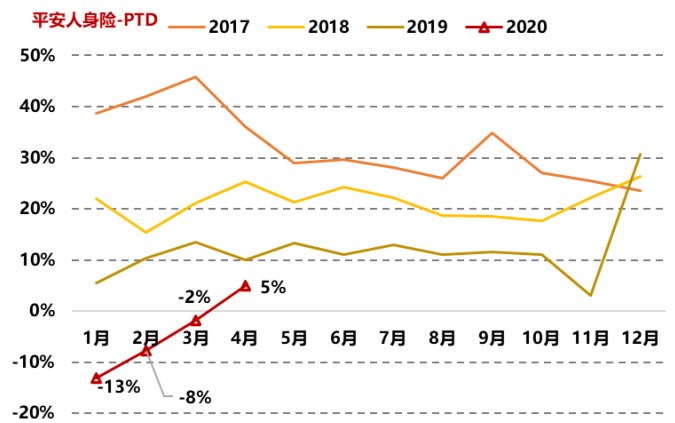
太平 1-4 月累计保费 671 亿元, 同比-2.5% (前值-6.3%); 4 月单月保费 108 亿元, 同比+23.7% (前值+1.5%)。

图表 5 平安个险新单 4 月单月负增长大幅收窄



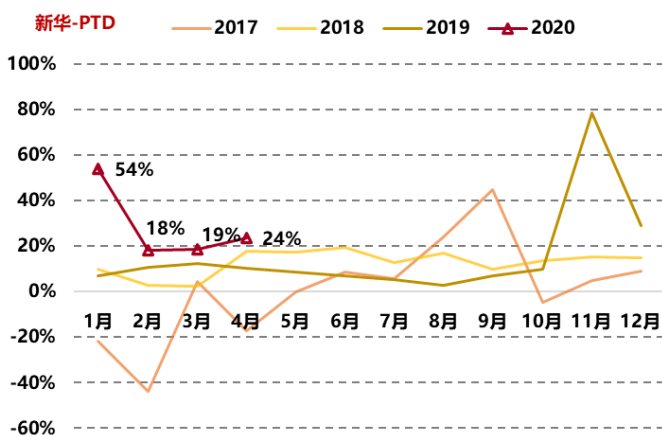
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 6 平安人身险 4 月单月增速转正



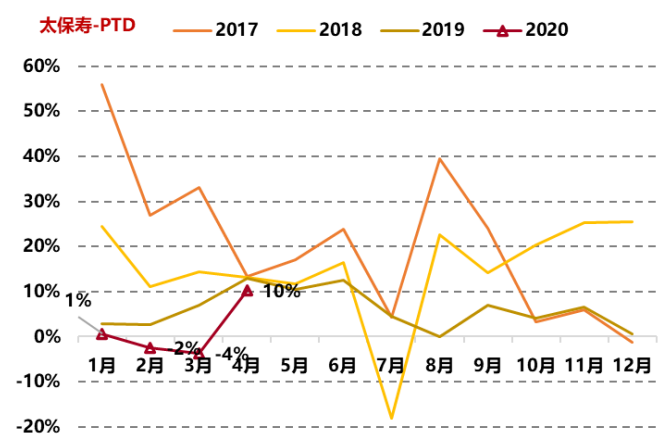
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 7 新华 4 月单月保费增速边际扩大



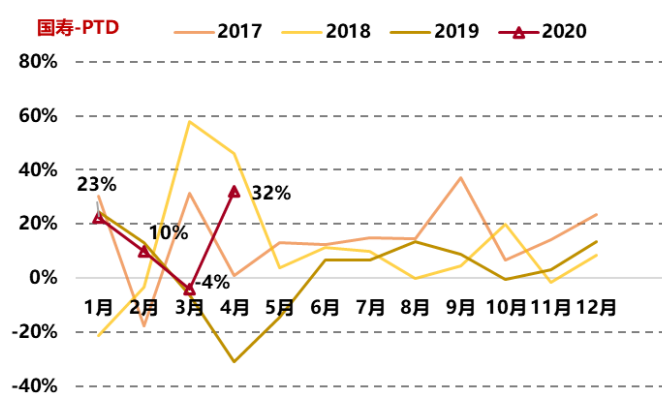
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 8 太保寿 4 月单月增速亦转正



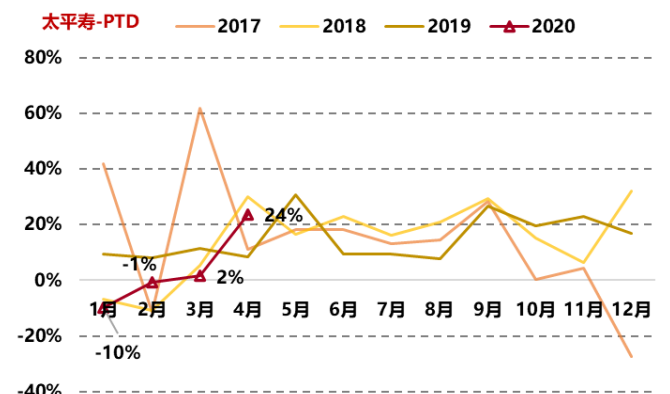
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 9 国寿 4 月单月保费实现年初以来最大增幅



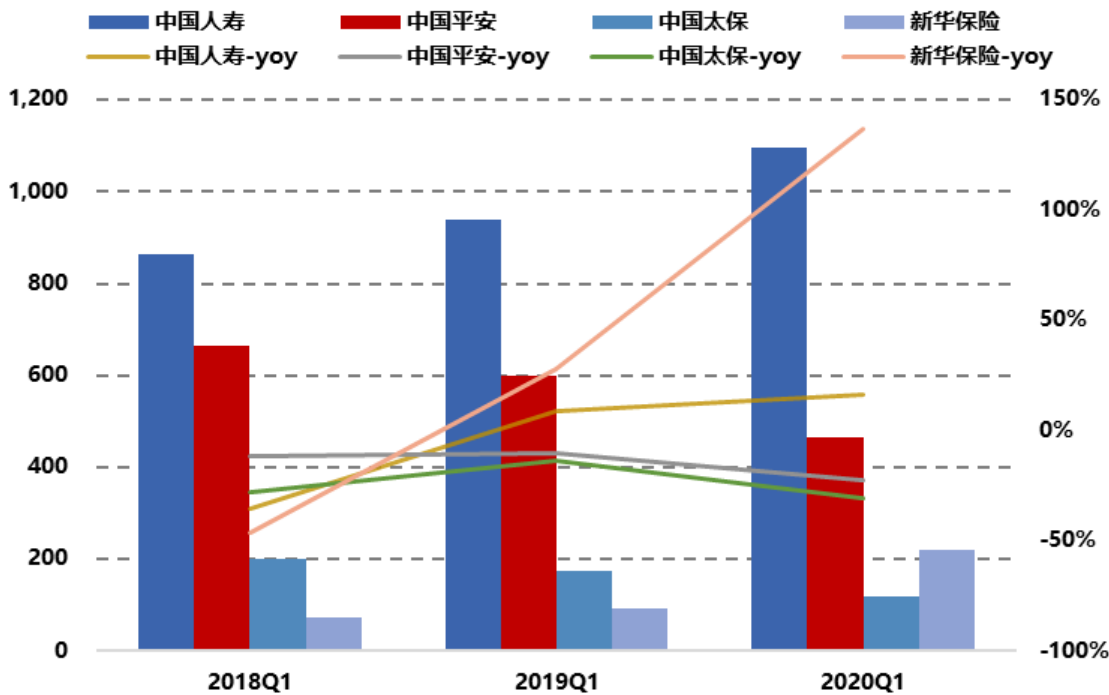
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 10 太平寿 4 月单月高增, 增速排名行业前列



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 11 上市寿险公司 Q1 新单保费 (亿元): 国寿新华逆势高增



资料来源: 公司公告、华创证券

## (二) 财产险行业 4 月保费跟踪

**4 月汽车销量转正带动车险增速上行, 非车全面恢复。**1-4 月财产险公司原保费收入 4776 亿元, 同比+6% (前值+4.2%), 单月保费 1175 亿元, 同比+12.2% (前值+10.5%)。分险种来看, 在汽车消费政策刺激下, 4 月汽车销量增速转正 (同比+4.4%, 前值-43.3%), 拉动车险单月保费同比+10.3%, 较上月扩大 8.2pct。非车险单月保费来看, 意外险受疫情影响期间外出减少影响而延续负增长 (同比-57.5%, 前值-46.2%); 家财险单月保费与上年基本持平; 企财险、责任险增幅分别为 28.9%、27.4%, 较上月扩大 10.5pct、14.8pct; 工程险转负为正 (同比+10%, 前值-11.1%); 保证险低增 (同比+3.6%); 农险、健康险分别同比+25.4%、11.4%, 增速较上月回落 25.4pct、28.2pct。

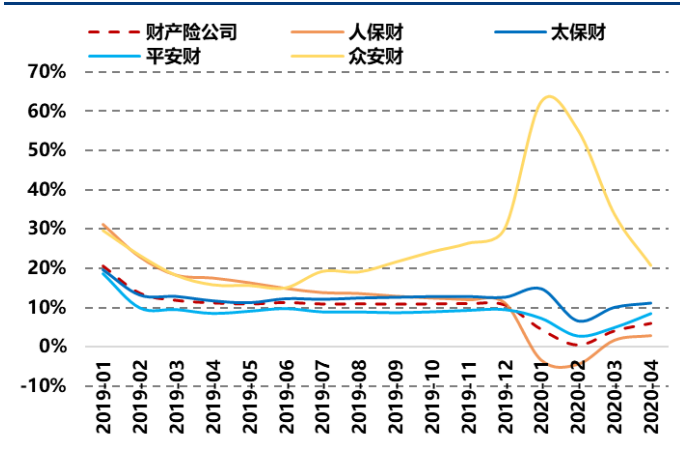
**上市财险公司: 人保财份额下降, 行业竞争格局持稳。**4 月各公司市场份额分别为 34.5% (人保财, 较上月降 0.9pct)、20.2% (平安财, 较上月基本持平)、10.6% (太保财, 较上月降 0.1pct)、0.9% (众安财, 较上月降 0.1pct)。

截至目前, 上市财产险公司已披露 4 月保费收入数据。

- 人保财 1-4 月累计保费 1647 亿元, 同比+2.9% (前值+1.7%); 4 月单月保费 371 亿元, 同比+7.2% (前值+12%), 单月增速略有回落。各险种单月保费增幅分别为: -60.3% (信用保证险)、-9.3% (意外伤害及健康险)、3.2% (货运险)、9.2% (企业财险)、12.5% (车险)、13.8% (责任险)、42.2% (农险)。今年以来人保对信用保证险业务进行整改, 1-4 月累计保费同比-51.4%, 业务规模大幅下降。
- 平安财 1-4 月累计保费 965 亿元, 同比+8.5%; 4 月单月保费 240 亿元, 同比+21%, 累计保费与单月保费均实现年初以来最大增幅。各险种单月保费增幅边际扩大: 车险同比+10.7% (前值+1.7%), 非车险同比+52.8% (前值+30.5%), 意外健康险同比+51% (前值+12%)。
- 太保财 1-4 月累计保费 508 亿元, 同比+11.1%; 4 月单月保费 121 亿元, 同比+14.8%, 延续上月平稳增长的趋势。

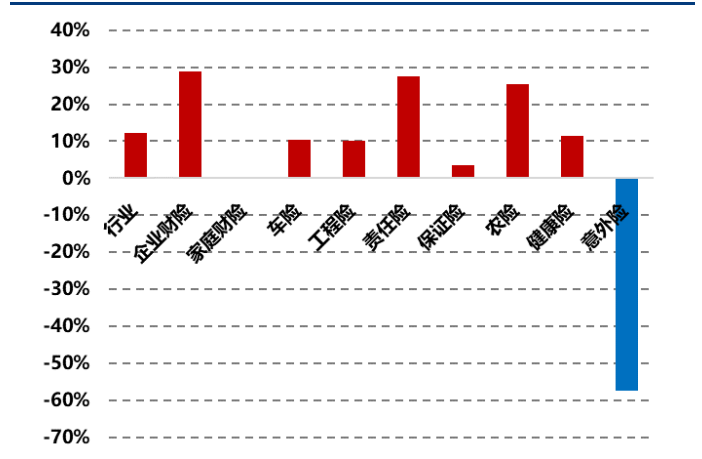
- 众安财 1-4 月累计保费 43 亿元, 同比+20.7%; 4 月单月保费 7.6 亿元, 同比-16.7% (前值-2.9%), 负增长较上月扩大近 14pct。疫情下宏观经济下行, 居民可支配收入下降导致消费能力下降, 消费金融生态收缩或为公司 4 月保费下滑的主要原因。

图表 12 行业景气度持续回升累计保费增速向上, 众安财增速回落



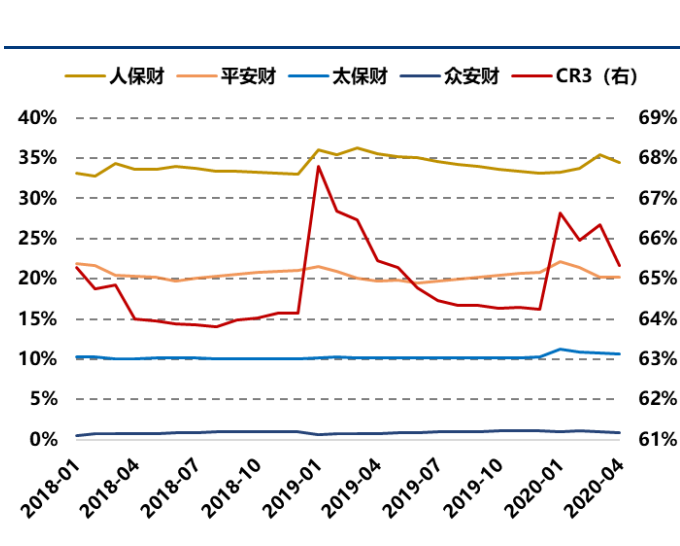
资料来源: 银保监会, 华创证券

图表 13 财产险行业各险种 4 月单月保费增速: 各险种全面回暖, 农险健康险回落



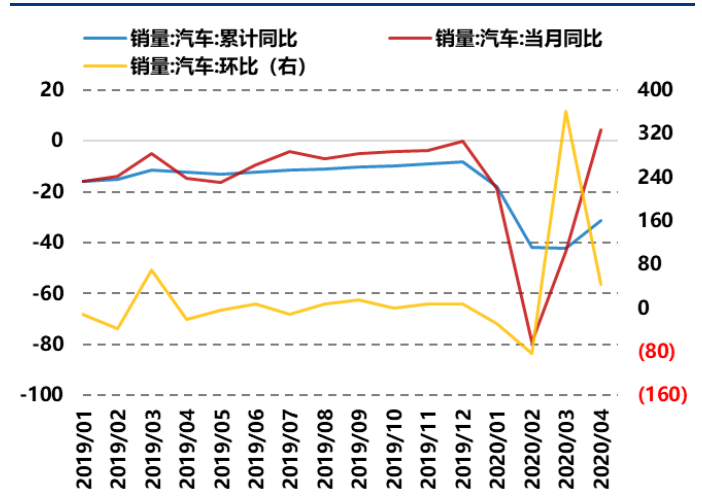
资料来源: 银保监会, 华创证券

图表 14 4 月财产险行业集中度下降, 人保财份额下降



资料来源: 银保监会, 华创证券

图表 15 汽车消费政策刺激下, 4 月汽车销量转正 (单位: %)



资料来源: 银保监会, 华创证券

## 二、资产端表现跟踪: 长端利率企稳上行, 万能险结算利率中位数松动

**4 月保险公司总资产增长平稳扩大。**4 月底保险公司总资产 21.9 万亿元, 较年初+6.4%。其中寿险公司总资产 18.1 万亿元, 较年初+6.6%; 产险公司总资产 2.4 万亿元, 较年初+3.5%。

**4 月保险资金运用余额平稳增长, 股票和基金配置比例上升。**截至 4 月末, 保险资金运用余额 19.6 万亿元, 较年初+5.8%。资产配置结构中, 股票和基金占比 13.6%, 较上月升 0.8pct; 银行存款占比 14.3%, 较上月降 0.4pct; 债券占比 34.2%, 较上月降 0.2pct; 其他投资占比 37.9%, 较上月降 0.2pct。



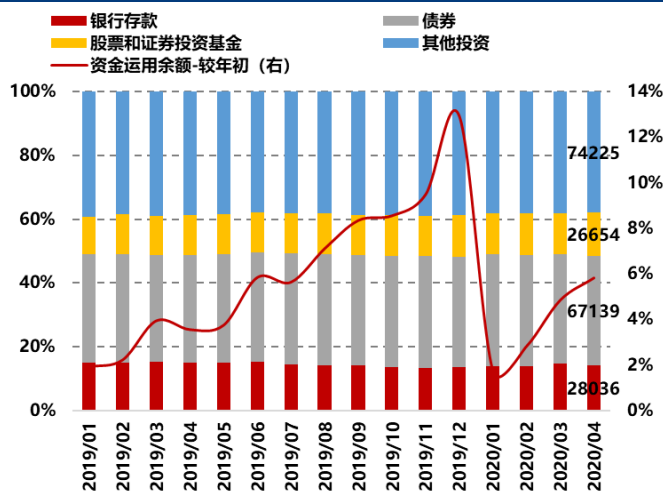
**4 月保险机构 (自有资金, 不含保险产品资金账户) 增持国债、地方政府债、企业债。**截至 4 月末, 保险机构持有银行间债券余额 1.72 万亿元, 较年初+1.7%, 较上月微降 80 亿元。主要券种持有结构来看, 国债占比 21%, 较上月升 0.1pct; 地方政府债占比 13.1%, 较上月升 0.2pct; 国开债占比 26.3%, 较上月降 0.2pct; 政府机构支持债占比 11.5%, 与上月持平; 商业银行次级债占比 12.6%, 与上月持平。4 月保险机构净认购银行间债券 10.2 亿元, 同比-96.1%, 环比-86.1%, 主要认购地方政府债 (6.5 亿元)、国债 (2.3 亿元)、企业债 (1.4 亿元)。

**投资环境转弱, 万能险结算利率中位数松动。**2018 年以来, 市场万能险结算利率中位数在 4.5% 左右, 近两月结算利率中位数松动向下, 4 月市场万能险结算利率中位数为 4.35%, 显示出保险公司面临的投資环境恶化。

**长端利率企稳向上, 国债 750 日平均仍处下行区间。**受疫情影响宏观经济下行压力加大, 长端利率遭受较大压力急速向下。5 月企稳迹象明显, 截至 5 月 27 日, 10 年期国债收益率较上月底震荡上行 21.5bp。750 日均仍处下行区间, 对今年行业利润增长造成压力。

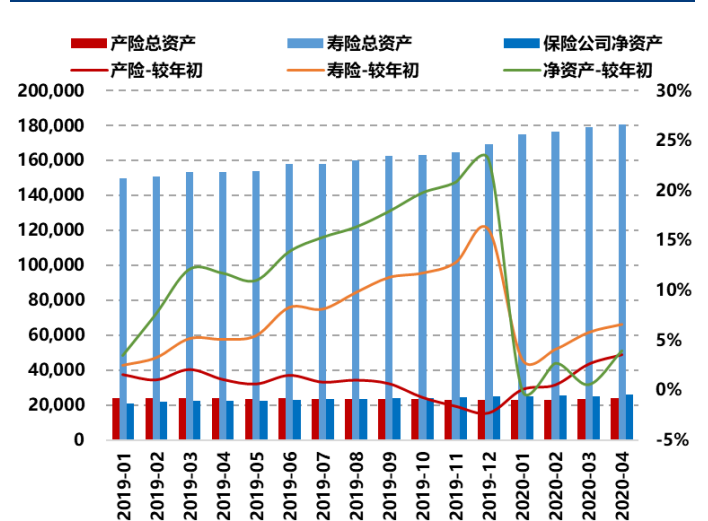
**5 月股市下跌, 债市上涨, 银行理财收益率震荡下行。**1 年期银行理财产品预期收益率震荡下行, 月内高点 4.21%, 较 4 月底上行 29bp, 5 月 24 日收于 3.89%, 相比 4 月底下行 4bp。

**图表 16 4 月保险资金运用余额增长持稳, 股票和基金配置比例上升 (单位: 亿元)**



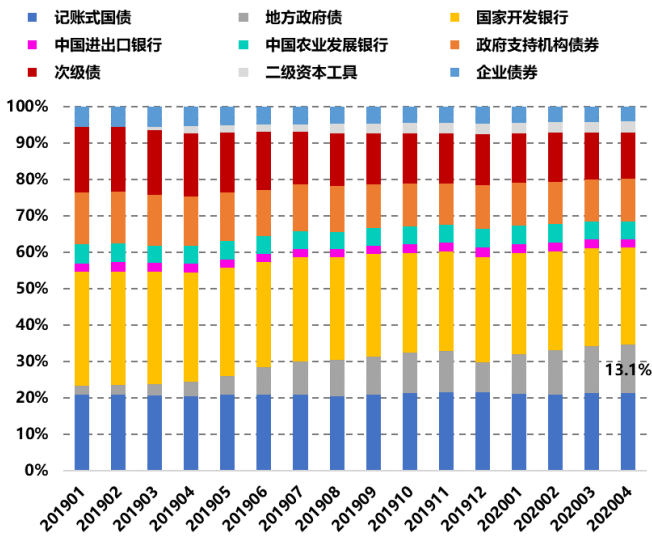
资料来源: 银保监会, 华创证券

**图表 17 4 月保险公司总资产增速向上 (单位: 亿元)**



资料来源: 银保监会, 华创证券

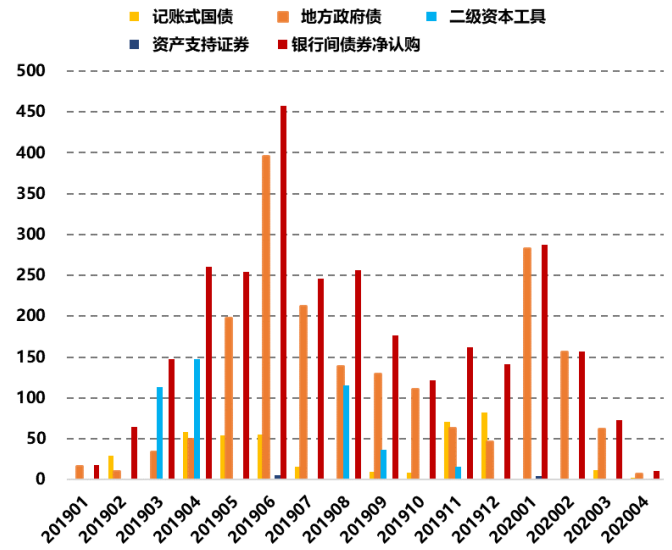
图表 18 保险机构持有银行间债券结构: 地方政府债占比继续上升



资料来源: 中债信息网、华创证券

注: 指保险公司自有资金持有的债券结构, 不含保险产品资金账户

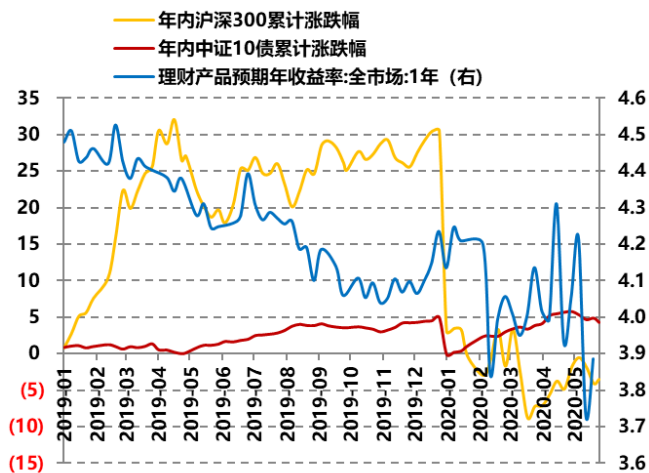
图表 19 保险机构净认购银行间债券金额: 4 月主要认购国债、地方政府债、企业债 (单位: 亿元)



资料来源: 中债信息网、华创证券

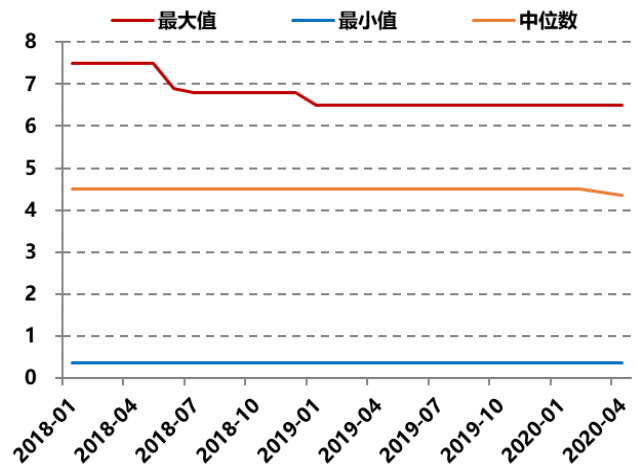
注: 指保险公司自有资金认购的债券, 不含保险产品资金账户

图表 20 5 月股市下跌, 债市上涨, 银行理财收益率震荡下行 (单位: %)



资料来源: wind、华创证券

图表 21 万能险结算利率中位数松动, 持续两月下降 (单位: %)



资料来源: wind、华创证券

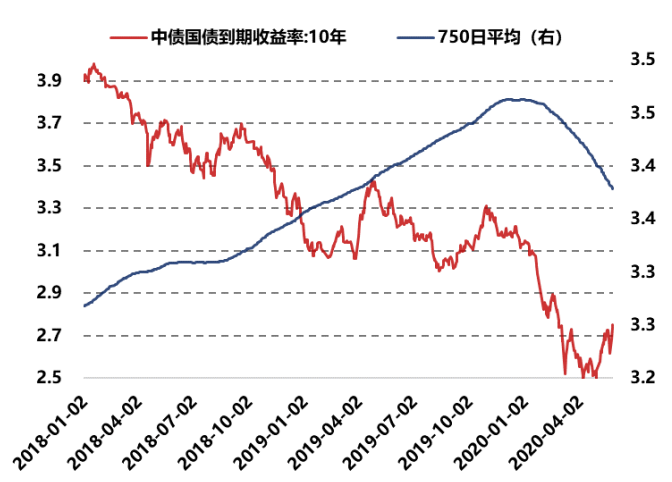
MAX (年结算利率)=6.5%, 复星保德信-附加天天盈 B 款年金保险(万能型)、恒大人寿-金玉盈泰一号两全保险(万能型)

图表 22 2018 年以来长端利率开启下行周期, “750 日平均” 结束 2 年上行周期 (单位: %)



资料来源: wind、华创证券

图表 23 5 月 10 年期国债收益率震荡上行, 750 日平均向下 (单位: %)



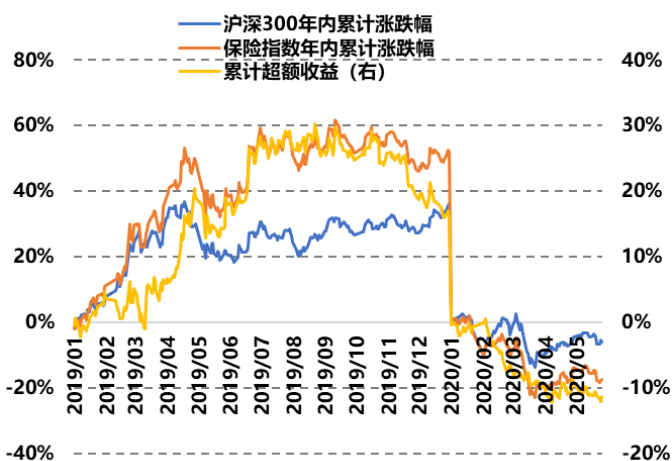
资料来源: wind、华创证券

### 三、5 月行情复盘: 反弹结束重新向下, 外资结束流出小幅流入

保险股经历 4 月小幅反弹后, 5 月重新向下。截至 5 月 27 日, 保险指数较上月底下跌 4.36%, 跑输大盘 (沪深 300) 2.65 个百分点, 涨跌幅位列 Wind 二级行业倒数第 3 位, 年初至今累计跌幅为 17.47%, 跑输大盘 11.34 个百分点。各公司 4 月单月涨跌幅分别为: -9.85% (国寿)、-9.68% (太保)、-4.23% (新华)、-3.62% (人保)、-3.42% (平安), 同期沪深 300 涨跌幅为-1.71%。经历 1 季度持续走弱, 全行业垫底后, 保险股 4 月迎来了小幅反弹, 主要逻辑为国内疫情平稳后业绩的边际改善以及 1 季度利润小超预期。但 5 月反弹并未持续, 行情转而向下, 当前为市场预期空窗期, 在基本面未有较大改善下, 保险股受市场风险偏好影响较大。

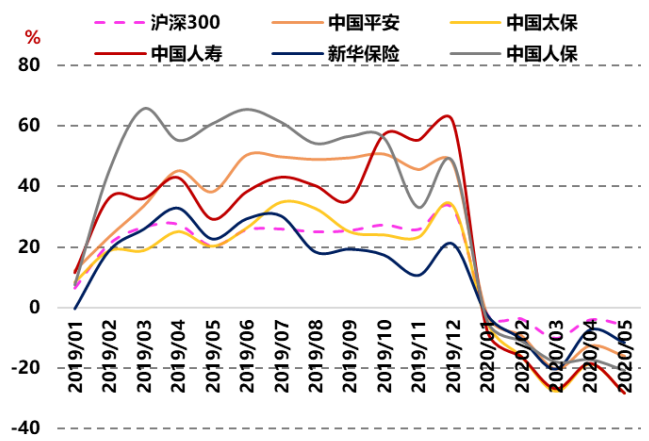
3、4 月受海外流动性影响, 外资大幅流出, 进入 5 月外资结束流出, 小幅流入中国平安。截至 5 月 27 日, 中国平安沪港通年内成交总额 1065 亿元, 累计净卖出额 78.7 亿元, 5 月单月净买入 2.1 亿元, 沪港通持股占平安流通股比重上升 0.02pct 至 7.23%。

图表 24 5 月保险股结束反弹, 转而向下

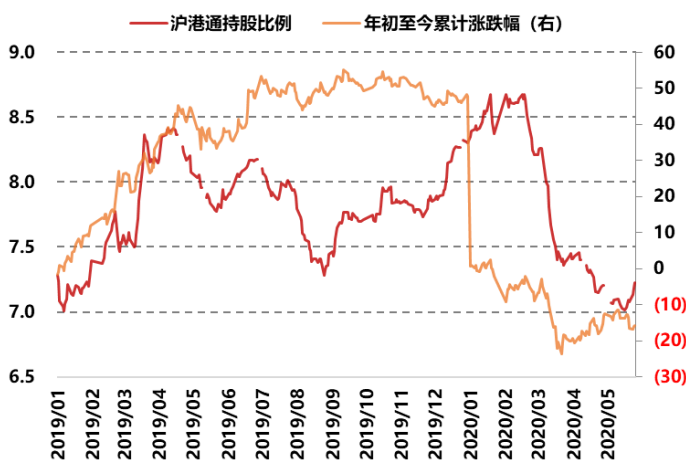


资料来源: wind、华创证券

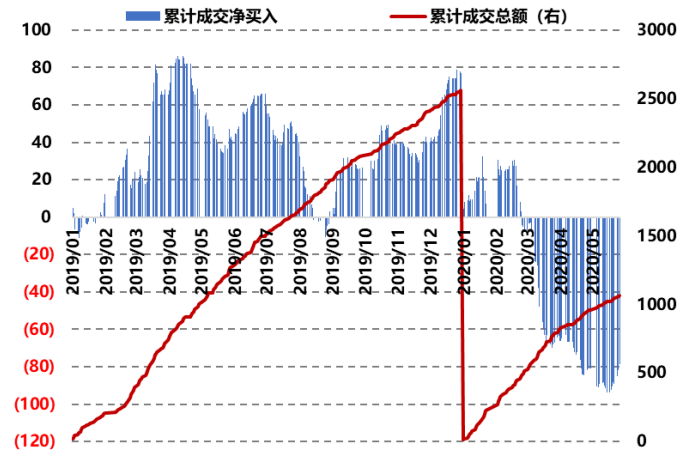
图表 25 个股年初至今累计收益率: 1-5 月板块内标的均跑输大盘 (单位: %)



资料来源: wind、华创证券

**图表 26 5 月平安沪港通持股占流通股比例上升 (单位: %)**


资料来源: wind、华创证券

**图表 27 平安累计成交净买入额和成交总额: 5 月外资结束持续两月净流出状态, 小幅流入 (单位: 亿元)**


资料来源: wind、华创证券

#### 四、重点公司估值及投资建议

短期来看, 权益市场暂时友好, 保费回暖估值上修。1 季度是受疫情影响最大的时期, 各家公司个险新单出现大幅度负增长, 加之利率急速下跌, 市场风险偏好降到低位, 太保、新华估值创历史新低。进入 2 季度, 代理人展业活动逐渐恢复, 前期后置的需求将释放加上保险公司主动刺激力求追回业绩, 保费回暖超预期可期, 在极低估值下短期 (1 个季度) 有一定的估值修复逻辑。国内权益市场暂时友好, 并未出现金融危机下的大幅下跌, 但往后看不确定性仍较大。

中长期来看, 今年保险股的投资环境并不算友好, 去年有较高的税收补偿基数, 同时准备金评估利率进入下行周期, 财务利润增长压力较大。基于长期视角的 EV 增速料将保持稳定, 但利率下降将冲击估值底线。保险行业发展中的阶段性问题, 需用通过战略调整和深化改革来实现破局, 这将成为行业今年的主基调。较大的机会可能来自于利率下行过程中权益投资带来的贝塔行情。我们认为, 长期来看, 当前估值已经具备一定的安全边际, 但考虑短期经济冲击带来的利率下降尚未结束, 负债端渠道变革才刚开始, 大逻辑并未形成。

**图表 28 重点公司估值表**

估值/公司		中国人寿	中国太保	新华保险	中国平安	中国人保
EVPS	2019A	33.33	43.70	65.72	65.67	/
PEV	MRQ	0.77	0.64	0.66	1.08	/
	2020E	0.81-0.85	0.66	0.69	1.38	/
	2021E	0.55	0.47	0.48	0.81	/
	2022E	0.46	0.39	0.40	0.69	/
BPS	2019A	14.36	20.52	28.10	36.83	4.25
PB	MRQ	1.79	1.35	1.53	1.92	1.44
	2020E	1.69	1.27	1.47	1.84	1.46
	2021E	1.58	1.16	1.42	1.67	1.37
	2022E	1.47	1.03	1.22	1.55	1.27

资料来源: wind、华创证券

\*2020 年 5 月 27 日收盘价计算

**图表 29 重点公司 PEV 估值走势**


资料来源: wind、华创证券

## 五、上市险企产品跟踪

图表 30 上市寿险公司主力长期保障型产品

上市险企主力长期保障型产品【华创非报】												
公司	中国人寿	平安人寿			新华人寿			太平洋人寿			太平人寿	
保险组合	国寿福组合(庆典版)	平安福20	平安福上福20	平安大福星20	健康无忧(宜家版)	健康无忧C3	多倍保A1	金佑人生2018	金福人生	金福人生(多倍)	太平福禄	
主要形态	单次赔付终身重疾	多次赔付终身重疾	单次赔付终身重疾	单次赔付终身重疾	单次赔付终身重疾	单次赔付终身重疾	多次赔付终身重疾	单次赔付终身重疾	单次赔付终身重疾	多次赔付终身重疾	单次赔付终身重疾	
功能定位	身故/失能收入补偿	身故/失能收入补偿	身故/失能收入补偿	身故/失能收入补偿	身故/失能收入补偿	身故/失能收入补偿	身故/失能收入补偿	身故/失能收入补偿	身故/失能收入补偿	身故/失能收入补偿	身故/失能收入补偿	
保险单	终身寿+附加提前给付重疾	终身重疾(有身故责任)	终身重疾(有身故责任)	终身寿+附加提前给付重疾	终身重疾(有身故责任)	终身重疾(有身故责任)	终身重疾(有身故责任)	终身寿(分红)+附加提前给付重疾	终身寿+附加提前给付重疾	终身寿+附加提前给付重疾+附加多次给付重疾	终身重疾(有身故责任)	
投保年龄	18-60	18-55	18-55	18-55	0-60岁	18-55/60	18-50/55	0-65	0-65	0-65	0-65	
保障期间	终身	终身	终身	终身	终身	终身	终身	终身	终身	终身	终身	
最长缴费期	29年	30年	29年	30年	18年	30年	20年	20年	20年	20年	20年	
保障责任	疾病、身故	疾病、身故	疾病、身故	疾病、身故	疾病、身故	疾病、身故	疾病、身故	疾病、身故	疾病、身故	疾病、身故	疾病、身故	
疾病范围	120重疾+60轻症	100重疾+50轻症	100重疾+60轻症	120重疾+10轻症	110重疾+57轻症+18青少年特定重疾	110重疾+57轻症+10特定重疾	88重疾+50轻症+10特定重疾	100重疾+50轻症	105重疾+55轻症+15少儿重疾/10老年重疾	105重疾+55轻症+15少儿重疾/10老年重疾	120重疾+50轻症+10中症	
等待期	180天	180天	180天	90天	180天	180天	90天	180天	180天	180天	90天	
轻症赔付次数/保额比例	3次/20%	3次/20%	3次/20%	3次/20%	3次/20%	3次/20%	3次/20%	3次/20%	3次/20%	3次/20%	轻症3次/25% 中症1次/50%	
发售时间	2019	2020.04	2020.04	2020.04	2020Q1	2019	2019	2018	2019	2020.04	2020Q1	
备注	长期保障型核心主力	长期保障型核心主力, 较平安福19便宜2%左右	比平安福20少交1年保费, 轻症多10种 购买有条件: 购买一年期重疾无忧或一年期意外险E路	轻症责任比平安福少, 在大福星19基础上升级	今年初新推出主力	长期保障型核心主力, 最新升级款	上市险企中首推的多倍重疾	金佑人生停售后替代品, 英式分红健康险(分红体现于保额增加)	去年新推重疾主力	今年2季度金福人生基础上新升级, 金福人生老客户可在原基础上附加多次给付重疾, 可搭配万能账户	福禄康瑞、嘉倍后升级产品, 今年新推主力	
年交保费(30岁男, 20年交, 30万保额)		9236	9371		8902	8850	9720	11891	11790	9257	12047	9330

资料来源: 公司官网、华创证券

图表 31 上市寿险公司主力长期保障储蓄混合型产品

上市险企主力保障储蓄混合型产品【华创非银】					
公司	平安人寿		中国人寿		太平洋人寿
保险组合	福加分20	福满分20	康宁保产品组合(A)	康宁保产品组合(B)	爱无忧3.0
主要形态	定期返还型重疾	定期返还型重疾	定期返还型重疾	定期返还型重疾	定期返还型重疾
功能定位	身故/失能收入补偿+储蓄	身故/失能收入补偿+储蓄	身故/失能收入补偿+储蓄	身故/失能收入补偿+储蓄	身故/失能收入补偿+储蓄
保险单品	两全险+附加重疾	两全险+附加重疾	两全险+附加重疾	两全险+附加重疾	两全险+附加 <b>防癌</b>
投保年龄	18-45岁	18-55岁	18-50岁	18-50岁	<b>0-60岁</b>
保障期间	定期: 至60/70/80岁	定期: 至60/70/80岁	定期: 30年	定期: 至70岁	定期: 至60/70/80岁
最长缴费期	<b>29年</b>	<b>30年</b>	20年, 可月交	20年, 可月交	20年
保障责任	疾病、身故(保额)、生存(满期返还保费)	疾病、身故(保额)、生存(满期返还保费)	重疾、身故(现价)、生存(保额比例)	重疾、身故(现价)、生存(保额比例)	疾病、身故(现价)、生存(满期返还保费)
疾病范围	100重疾+60轻症	100重疾+50轻症	120种重大疾病	120重疾+60轻症	癌症+癌症轻症
等待期	90天	90天	180天	180天	180天
轻症赔付次数/保额比例	3次/20%	3次/20%	/	3次/20%	1次/20%
发售时间	2020.04升级	2020.04升级	2020.04	2020.04	2019
备注	保障储蓄混合型	保障储蓄混合型	保障储蓄混合型, 此前康宁系列为重疾附加两全, 监管出规定健康险不能强制附加, 改为两全附加健康		保障储蓄混合型, 疾病责任范围小仅为癌症
年交保费(30岁男, 20年交, 30万保额, 至70岁)	6210	6180	4830	6570	5235
满期返还	124200	123600	105000	135000	104700

资料来源: 公司官网、华创证券

## 六、行业监管政策跟踪

图表 32 5 月监管政策跟踪

发布时间	条文编号	涉及领域	文件名称	重点内容
2020/5/7		产品相关—重疾险赔付	中国精算师协会发布《中国人身保险业重大疾病经验发生率表（2020）（征求意见稿）》	此次征求意见稿是 2013 年中国第一张重疾经验发生率表（CI（2006-2010））发布以来的首次修订。与第一版本相比，新修订的重疾经验发生率表内容丰富很多，除了更新了旧版原始 4 张表（6 和 25 病种经验发生率）外，还新增了：1）6 和 28 重度疾病病种（2020 定义）经验发生率；2）前述发生率表大湾区产品专属；3）严重恶性肿瘤发生率和因重疾死亡比例表。CI（2020）共 8 张表。
2020/5/19		产品相关—信用保证险	中国银保监会发布《信用保险和保证保险业务监管办法》	一是聚焦重点业务，实施差异化监管。《办法》区分融资性和非融资性信保业务，重点聚焦高风险的融资性信保业务的监管，提高对融资性信保业务在经营资质、承保限额、基础建设等方面的监管要求。二是有收有放，兼顾监管与发展。一方面，《办法》通过压缩融资性信保业务的承保限额、扩大险种范围（即商业性出口信用保险）等方式，控制风险敞口，防范业务风险；另一方面，《办法》通过对融资性信保业务设置弹性限额的方式鼓励保险公司为普惠型小微企业提供融资增信支持、通过适度调整业务类型，支持保险公司在风险可控的前提下探索发展新业务领域。
2020/5/19	银保监办发〔2020〕41 号	保险销售	中国银保监会办公厅关于落实保险公司主体责任 加强保险销售人员管理的通知	两个《通知》从加强战略统筹、严格招录管理、严格培训管理、严格资质管理、严格从业管理、夯实基础管理、严格监管监督等方面，分别对保险公司、保险专业中介机构落实从业人员管理主体责任明确监管要求。总体看，有以下几个特点：一是强调战略站位，要求公司站在战略高度，统筹考虑从业人员发展及管理问题，系统建立从业人员管理制度体系及责任体系。二是建立全过程管理，将从业人员发展管理作为系统工程，抓住从入职到离职过程中的关键环节进行细化规定。三是抓落地实施，体现出严格监管监督、依法严厉处罚和严肃责任追究的导向。
2020/5/19	银保监办发〔2020〕42 号	保险中介	中国银保监会办公厅关于切实加强保险专业中介机构从业人员管理的通知	两个《通知》从加强战略统筹、严格招录管理、严格培训管理、严格资质管理、严格从业管理、夯实基础管理、严格监管监督等方面，分别对保险公司、保险专业中介机构落实从业人员管理主体责任明确监管要求。总体看，有以下几个特点：一是强调战略站位，要求公司站在战略高度，统筹考虑从业人员发展及管理问题，系统建立从业人员管理制度体系及责任体系。二是建立全过程管理，将从业人员发展管理作为系统工程，抓住从入职到离职过程中的关键环节进行细化规定。三是抓落地实施，体现出严格监管监督、依法严厉处罚和严肃责任追究的导向。
2020/5/27	银保监发〔2020〕17 号	险资运用	中国银保监会发布《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》	一是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；将发行人“核心一级资本充足率不低于 8%，一级资本充足率不低于 9%，资本充足率不低于 11%”的要求调整为“资本充足率符合监管规定”；取消发行人外部信用等级 AAA 级的要求。二是取消可投债券的外部信用等级要求。取消可投资的二级资本债券的债项评级（AAA



级)和无固定期限资本债券的债项评级(AA+级)要求。三是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%。四是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。

资料来源:银保监会、华创证券

## 七、5月行业重点新闻公告

5月4日,汇丰保险(亚洲)有限公司宣布,已与其在华寿险合作伙伴“国民信托”达成协议,将收购国民信托所持有的汇丰人寿50%股权。

5月6日,原保监会副主席周延礼表示,保险业在突发公共卫生事件管理中发挥积极作用,预计全年增长仍可保持两位数。

5月7日,《中国人身保险业重大疾病经验发生率表(2020)(征求意见稿)》由精算师协会正式发布,并面向全行业征求意见。

5月11日,银保监会表示要积极推动高水平对外开放,支持外资再保险公司加大在华投入。

5月11日,中汽协数据显示,中国4月乘用车销量154万辆,同比下降2.6%;4月汽车销量同比增长4.4%;1-4月新能源车销量同比下降43.4%。

5月11日,上证报获悉,今年一季度网销及电销财险保费收入243.24亿元,下滑6.24%。

5月12日,人保财险表示没有关闭助贷险部门,更没有关停此类业务。新冠肺炎疫情确实对公司业务,包括助贷险业务造成一定影响,但在公司可控范围内。公司作为一家商业机构,根据市场变化和自身经营情况对内部业务进行一定调整完全正常。

5月19日,银保监会发布《信用保险和保证保险业务监管办法》,区分融资性和非融资性信保业务,重点聚焦高风险的融资性信保业务的监管,提高对融资性信保业务在经营资质、承保限额、基础建设等方面的监管要求。

5月19日,银保监会发布《中国银保监会办公厅关于落实保险公司主体责任加强保险销售人员管理的通知》、《中国银保监会办公厅关于切实加强保险专业中介机构从业人员管理的通知》。

5月21日,银保监会财险部向各财险公司下发《关于推进财产保险业务线上化发展的指导意见》,其中提到,到2022年,车险、农险、意外险、短期健康险、家财险等业务领域线上化率达到80%以上,其他领域线上化水平显著提高。

5月22日,新浪报道,中国太保已经选择瑞银集团和华泰国际牵头安排其在沪伦通之下发行全球存托凭证(GDR)的计划。

5月23日,银保监会表示已制定2020年支持粤港澳大湾区建设工作计划,将积极引导和督促银行保险机构加大制造业支持力度,强化对先进制造业、高技术制造业、战略性新兴产业领域的金融支持;支持粤港澳保险机构合作开发跨境车险产品和跨境医疗险产品;研究探索在广州自贸试验区设立粤港澳大湾区商业银行、保险服务中心。

5月24日,银保监会相关部门负责人表示,将继续按照市场化、法治化的原则,坚持将打击股东违法违规行为作为监管工作重点,研究制定大股东行为监管指引等制度规范,持续开展股权和关联交易专项整治,加快建立股权集中托管、重大违法违规股东公开等监管机制,持续提升银行保险机构公司治理有效性。

5 月 25 日，中国证券网报道，为进一步落实《健康保险管理办法》有关要求，规范保险公司健康管理服务行为，银保监会人身险部已起草《关于规范保险公司健康管理服务的通知（征求意见稿）》，目前正在行业内部征求意见。

5 月 25 日，支付宝联合中国人民健康保险、中再寿险发布了全国首款终身医疗险——“好医保·终身防癌医疗险”。这款终身险保额高达 400 万，是国内首款可以保证续保终身的医疗保险产品。

5 月 27 日，银保监会发布《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》。

5 月 27 日，银保监会表示：（1）2019 年，全国承保新能源汽车车辆数为 347 万辆，仅占行业总承保汽车车辆数的 1.4%；在前期开展研究论证的基础上，当前保险业协会已组织力量成立了新能源汽车保险专属条款工作组，积极开展条款研发工作。（2）将积极推动地震巨灾保险相关立法工作，不断优化巨灾保险发展环境；以地震保险共同体为基础，不断扩大巨灾保险的灾因种类、提高保障水平，推进完善巨灾保险制度。（3）将研究制定保险业健康管理服务指引，鼓励保险业参与国家长期护理保险试点等。（4）下一步将积极协调相关部门完善税延养老险试点政策，扩大试点地区范围。（5）将推进保险资金运用市场化改革，对国家导向的投资项目，从投资范围、投资比例等给予政策支持，赋予机构更多投资选择权；取消保险资管产品发行许可，推进资产支持计划注册制改革。

## 非银组团队介绍

### 组长、首席分析师：洪锦屏

华南理工大学管理学硕士。曾任职于招商证券。2016年加入华创证券研究所。2010年获得新财富非银行金融最佳分析师第二名（团队），2015年金牛奖非银金融第五名，2017年金牛奖非银金融第四名。

### 分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。曾任职于平安银行。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖非银金融第四名团队成员。

### 研究员：张径炜

西南财经大学硕士。2018年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：张慧

澳大利亚莫那什大学银行与金融专业硕士。2019年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：杨一凡

澳大利亚昆士兰大学硕士。2020年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500