

2020年6月22日

# 保险行业2020年中期策略 ——关注利率阶段性探底下的估值反弹



行业评级

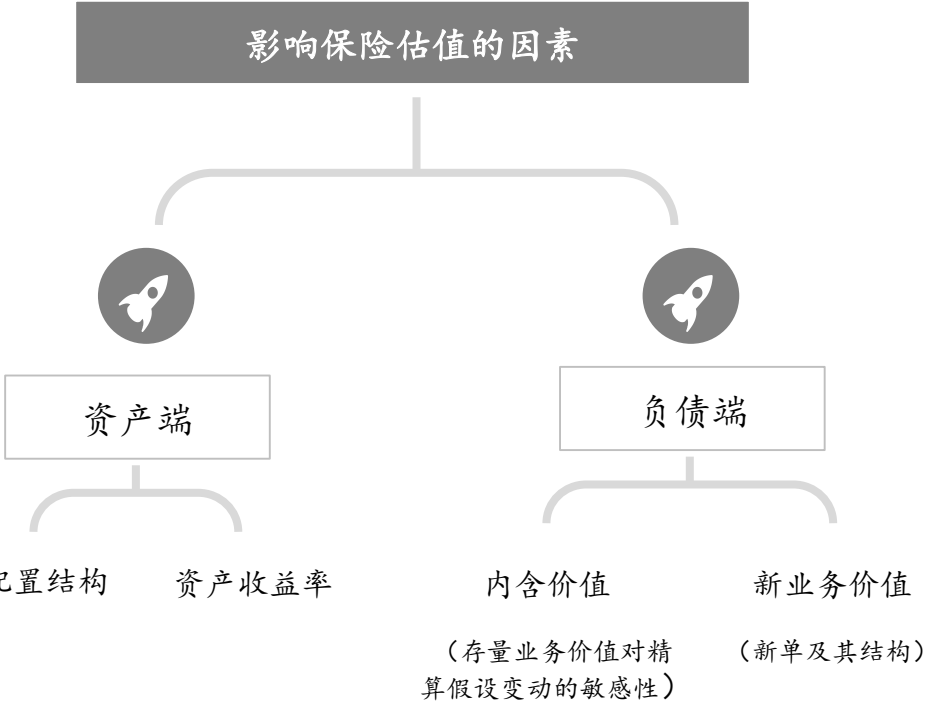
保险 强于大市（维持）

证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号：S1060520040001 WANGWEIYI059@pingan.com.cn

李冰婷 投资咨询资格编号：S1060520040002 LIBINGTING419@pingan.com.cn

# 核心观点



## 投资建议

- 长端利率筑底回升，投资端压力缓释
- 估值处于历史底部，已充分反映实际投资收益率不及假设、VIF折价的悲观预期。当前估值已处于历史底部，且已充分反映长债利率长期低位（2%）的悲观预期，具备安全边际，可考虑左侧配置。
- 新单修复有待时间观测，利率阶段性触底、现企稳回升，估值反弹先看 $\beta$ 、再看新单，建议关注：中国人寿、新华保险、中国太保。

## 资产端：长端利率阶段性探底，关注 $\beta$ 带来的估值反弹

### 上半年：利率企稳回升

- 十年期国债收益率：1月3.1%、4月2.5%、6月19日已升至2.88%
- 保险股20H1估值与长端利率高度相关，已处于历史底部（0.6~1倍）

### 下半年：长端利率再次快速下行的概率不大

- 财政政策发力，宽信用为主基调，当前货币政策以配合为主
- 多效并举，推动金融系统合理让利

## 压力测试：寿险存量清算价值不足现有价值的一半，充分反映悲观预期

- 投资收益率：极度悲观假设下，上市险企综合投资收益率约2.8%；中性假设下，综合收益率约4%
- EV敏感性分析：极度悲观假设下，投资收益率约3%，险企大概率同步调降风险贴现率，EV至多下滑25%~35%，当前估值已充分反映悲观预期
- VIF折价情况：除平安外，主要险企寿险VIF折价50%~100%，也即代表寿险存量清算价值不足现有价值的一半，充分反映悲观预期

## 负债端：寿险经营企稳

### 上半年：寿险分化、产险快速修复

- “开门红”分化决定险企上半年业绩分化，预计除国寿外，主要险企保障险新单和NBV均有下滑。
- 节后业务停摆导致2月保费下滑，3月起各项工作推进，产险需求刚性助各险种保费增速快速扭正

### 下半年：需求释放可期

- 2月短期医疗险保持高增；重疾险修复需待线下展业的恢复和居民收入的增长
- 近期银行理财收益率下滑，短储市场竞争减弱

## 健康险市场空间测算：分地区、分情景测算，并考虑网络互助的分流、进行压力测算

- 健康险保费拆分：重疾险58%、短期政策性健康险14%、短期商业性健康险21%、护理险等7%
- 上市险企长期健康险下滑：并非无需求，而受低收入+高价格的抑制。中小险企分流有限、产品价差缩小；医疗费用缺口大、市场刚起步，需求仍存、而收入有限
- 基础测算（全国贡献增量）：空间4500亿元~2.1万亿，未来十年CAGR约5.2%~14.7%

## 目录CONTENTS

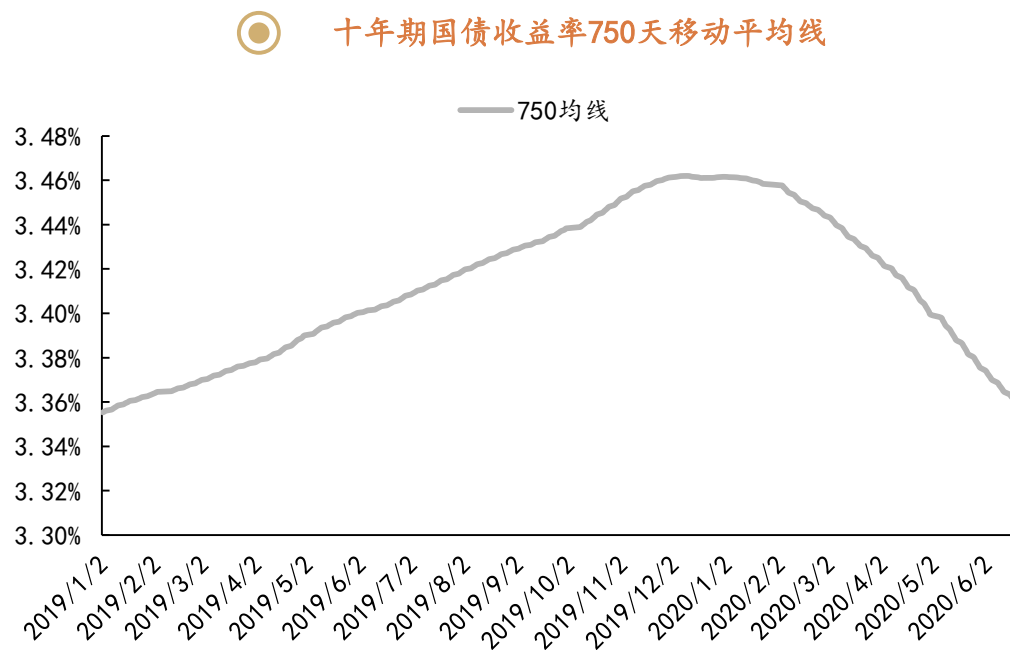
- 一、资产端：长端利率阶段性探底，关注  $\beta$  带来的估值反弹
- 二、负债端：寿险经营企稳
- 三、盈利预测及投资建议
- 四、风险提示

# 1. 上半年复盘：利率下行，估值底部



## 1.1 长债中枢下移、影响资产配置与利润

- **长端利率下行，5月企稳回升：**2020年以来，十年期国债收益率从1月的3.1%左右快速下行至4月的2.5%左右，降幅超过60bps，险企到期资产再配置与新增资产配置压力增大。5月以来，十年期国债收益率企稳回升，截至6月19日已升至2.88%，较低点回升近40bps。
- **750日均线下行：**截至6月19日，750均线3.36%，较上年末下滑10bps。若十年期国债收益率保持2.8%直至年末，经测算，750均线将降至3.19%，较上年末下滑27bps。预计险企将加大准备金计提、当期利润下滑。



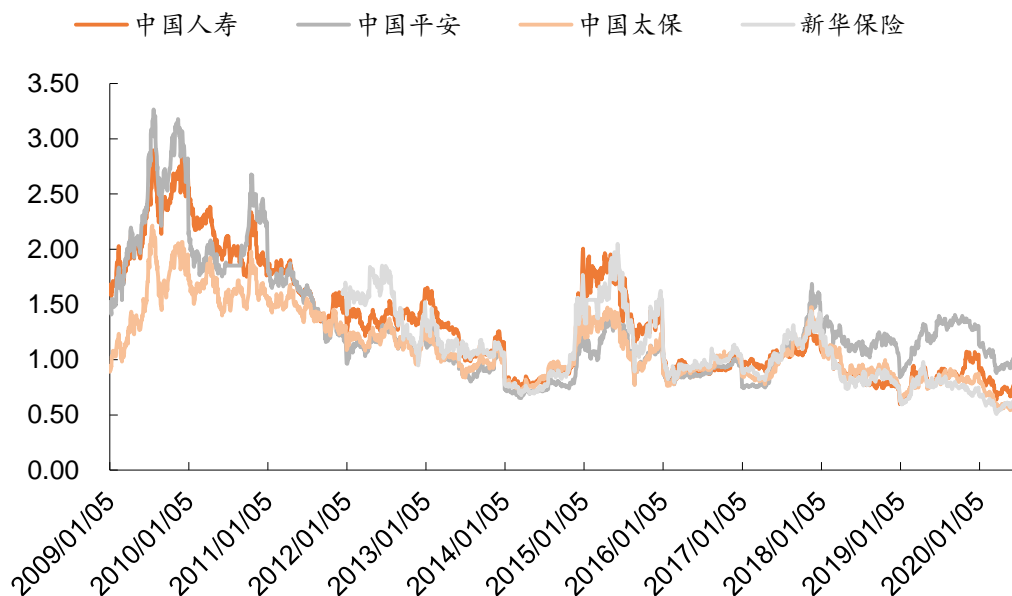


# 1. 上半年复盘：利率下行，估值底部

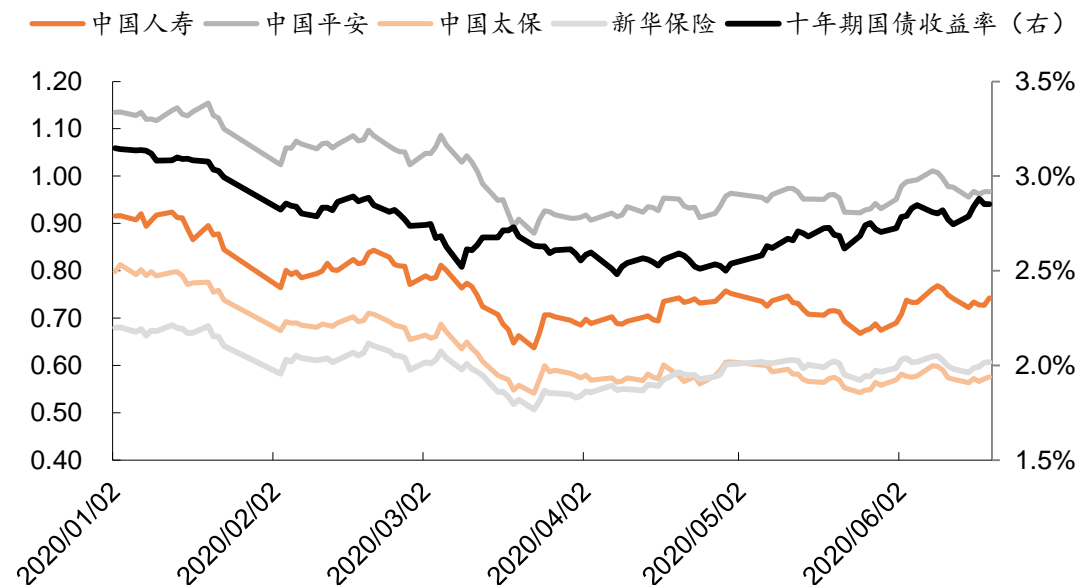
## 1.2 保险股20H1估值与长端利率高度相关，已处于历史底部

- 2~4月保险股2020年PEV随长端利率快速下滑（从0.7~1.1倍下滑至0.5~0.9倍）、股价大幅下挫13%。
- 5月以来，估值随长端利率而反弹，6月19日收盘价对应2020年PEV仅0.6~1.0倍（处于历史前20%分位），已充分反映长端利率长期低位（2%）的悲观预期，具备安全边际。

主要上市险企2009年以来估值（PEV）一览



主要上市险企2020年以来估值（PEV）一览



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 2. 下半年展望：长端利率再次快速下行的概率不大

### 2.1 财政政策发力，宽信用为主基调

- 财政政策更加“积极有为”，宽信用具备基础：拟定赤字率升至3.6%、发行1万亿特别国债、地方债规模扩至3.75万亿、引导M2和社融增速明显高于去年。2020年政府债预设发行规模约8.5万亿，2019年预设4.9万亿、实发4.7万亿，发债力度增大。
- 从宽货币到宽信用，当前货币政策以配合为主：6月17日国常会提出“综合运用降准、再贷款等”，较以往“及时运用”、“抓紧出台”的态度更为和缓，货币政策边际宽松或较为有限。MLF缩量续作、利率不变；4月初以来，14天逆回购操作暂停直至6月18日重启，利率2.35%、下调20bps，主要为配合抗疫特别国债的发行（6月18日一、二期共计1000亿元招标）。

2020年货币政策梳理

降准/再贷款		MLF/逆回购（仅统计利率下调情况）	
时间		时间	
1/6	大、中小机构降准0.5pct至12.50%、10.50%，释放长期资金约8000亿元	2/3	9000亿元7d逆回购（利率下调10bps至2.40%）
2/7	安排3000亿元专项再贷款，确保重点企业实际融资成本降至1.6%以下		3000亿元14d逆回购（利率下调10bps至2.55%）
2/26	增加再贷款再贴现5000亿元，下调支农、支小再贷款利率0.25pct至2.5%	2/17	2000亿元MLF（利率下调10bps至3.15%）
3/16	普惠金融定向降准0.5pct至1%，释放长期资金5500亿元		500亿元7d逆回购（利率下调20bps至2.20%）
3/31	增加面向中小银行再贷款、再贴现额度1万亿元	3/30	1000亿元MLF（利率下调20bps至2.95%）
4/7	降低超额存款准备金利率由0.72%至0.35%	4/15	700亿元14d逆回购（利率下调20bps至2.35%）
4/15	中小机构降准0.5pct至10.00%		
5/15	中小机构降准0.5pct至9.50%，与上次合计释放长期资金约4000亿元	6/18	

资料来源：中国人民银行，平安证券研究所

## 2. 下半年展望：长端利率再次快速下行的概率不大



### 2.2 多效并举，推动金融系统合理让利

- 银行放贷意愿增强、力度加大：5月信贷数据稳中向好，中长期企业贷款放量。5月新增人民币贷款1.55万亿，同比多增3645亿元。其中，企业中长期贷款多增2781亿元、票据融资同比多增454亿元，拉动信贷数据增长。我们推断，企业中长期贷款增长放量主要系复工复产的进一步推进之下，各类项目和生产经营活动的需求持续释放、银行放贷力度明显加大。
- 创新直达实体经济的货币政策工具助中小微企业融资：通过再贷款、再贴现、免抵押信贷、利息延期并免收罚息、减少银行收费等，解决中小微企业融资难问题、精准滴灌。

#### 2020年“宽信用”

时间	事件
6/1	对2020年底前到期和存续的普惠小微贷款本金、应付利息延期并免收罚息；地方法人银行办理延期还本普惠小微贷款本金1%为自身激励
	使用4000亿元在贷款额度购买3月1日至12月31日新发放普惠小微信用贷款的40%
6/17	通过引导贷款利率和债券利率下行、发放优惠利率贷款、实施中小微企业贷款延期还本付息、支持发放小微企业无担保信用贷款、减少银行收费等一系列政策，推动金融系统全年向各类企业合理让利1.5万亿元

资料来源：中国人民银行，平安证券研究所

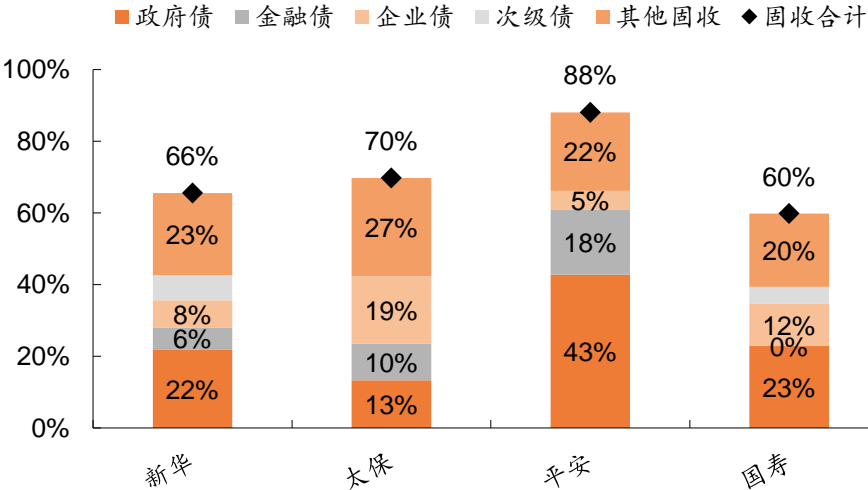
### 3. 压力测试



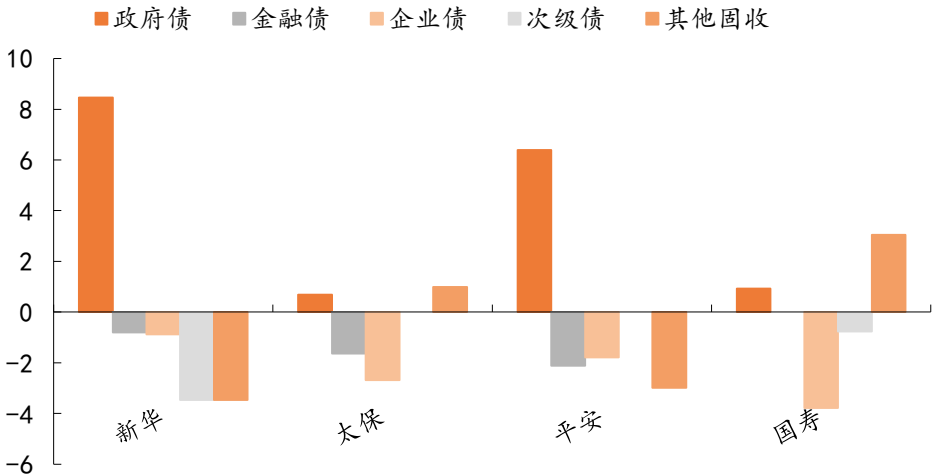
#### 3.1 固收资产配置明细

- 固收投资为主：主要险企固收资产占比平均约70%，其中政府债25%、金融债10%、企业债10%、非标25%。一方面，固收资产每年到期再配置和新增资产配置约在总投资资产中占比20%，利率下行的短期影响有限；另一方面，险企把握1月利率阶段性高点、已提前配置部分资产，同时长端利率阶段性见底后，资产配置压力将有所缓释。
- 2019年以加配长期政府债、拉长资产久期为主：长端利率中枢2019年已呈下行之势，非标资产相对短缺、企业债投资谨慎，在满足收益率需求的基础上，以加配长期政府债为主。政府债占比同比变动情况：新华+8pct 、太保+1pct 、平安+6pct 、国寿+1pct。

主要险企2019年固收资产配置明细



主要险企2019年固收资产配置同比变动明细 (PCT)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

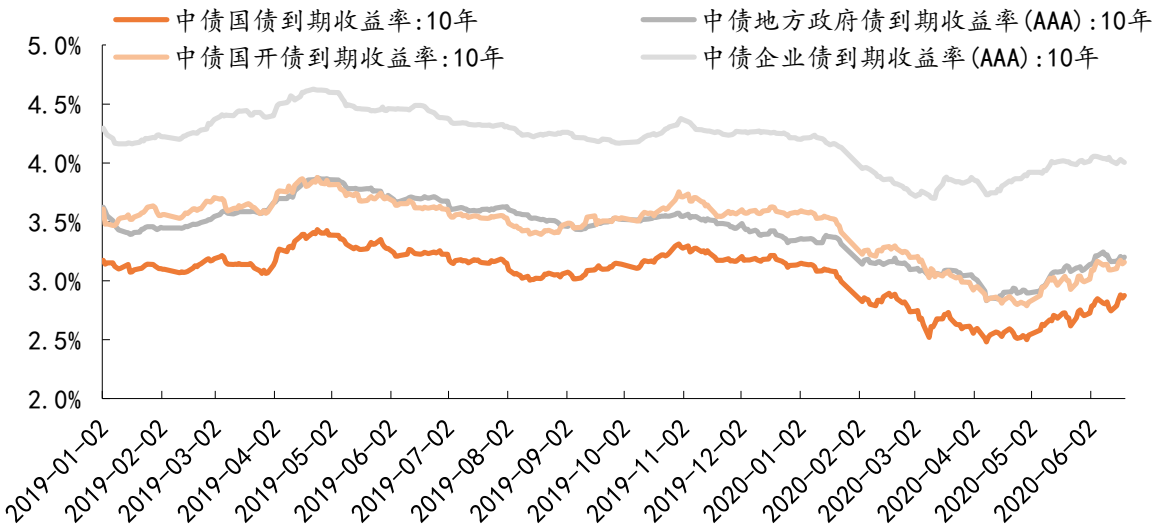


### 3. 压力测试

#### 3.2 投资收益率测算

- 主要券种（十年期）收益率对比：根据历史数据，金融债、地方政府债收益率相近，较国债收益率高50bps左右；企业债较国债收益率高150bps左右；非标收益率更高，预计较国债收益率高200bps左右。
- 极度悲观假设下：不考虑存量资产、资产配置结构不变，假设国债和政府债收益率2%、金融债收益率2.5%、企业债收益率3.5%、非标收益率5.5%、协议存款收益率2.5%、股票基金收益率0%，则上市险企综合投资收益率约为2.8%。
- 中性假设下：不考虑存量资产、资产配置结构不变，固收类资产收益率上升80bps、股票基金收益率5%，综合收益率约4%。

主要券种收益率对比



资料来源：Wind，平安证券研究所

主要险企长期投资收益率测算

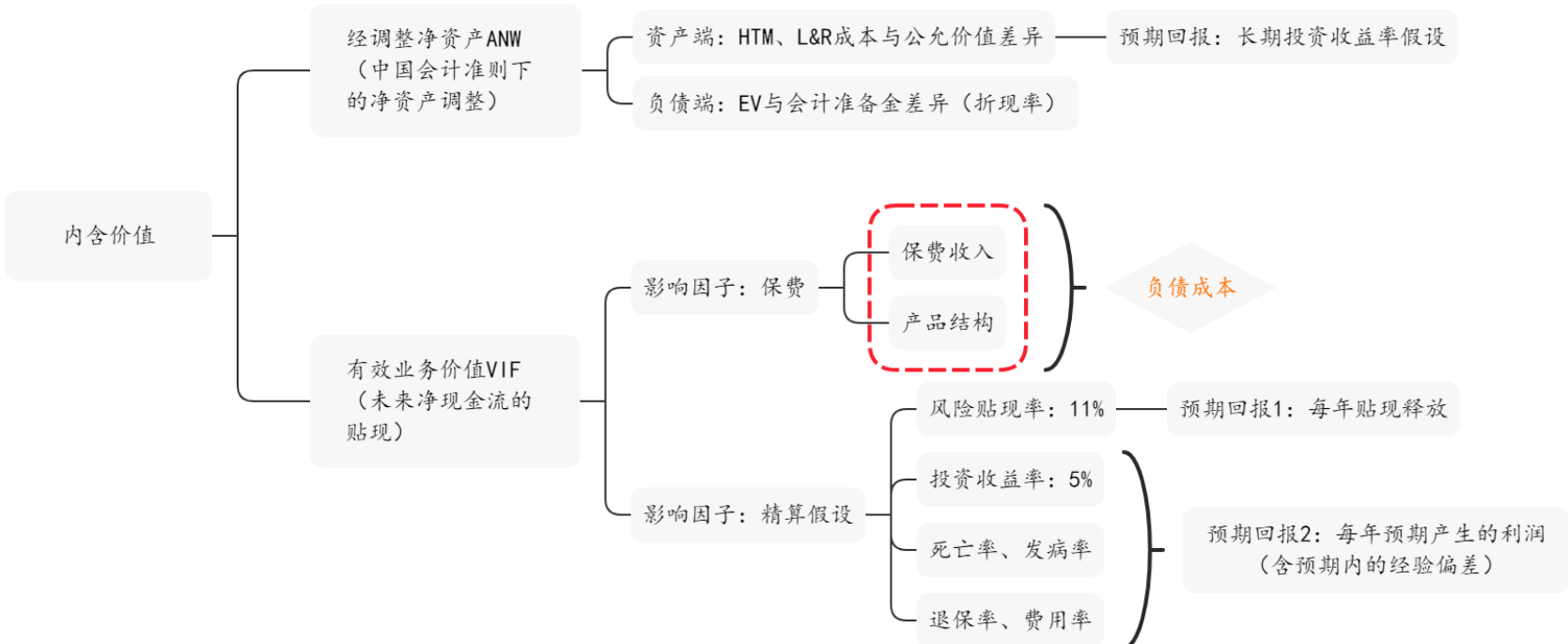
	极度悲观假设	中性假设
平安寿	2.81%	3.95%
太保寿	2.92%	4.04%
国寿	2.76%	3.97%
新华	2.77%	3.89%

### 3. 压力测试

#### 3.3 内含价值（EV）拆分

- 内含价值=有效业务价值+经调整净资产
- 有效业务价值（VIF）：现有业务未来净现金流的贴现，主要受保费收入、产品结构和各类精算假设的影响。如利率长期低位，险企或将调降投资收益率假设，VIF下折——2016年十年期国债收益率大幅下滑200bps（2016年10月低点2.65%）、经济增速换挡，叠加去产能、去杠杆的政策背景下，市场对投资收益预期较为悲观，险企将长期投资收益率假设下调50bps至5%。

主要险企EV与VIF折价情况



资料来源：平安证券研究所

### 3. 压力测试

#### 3.3 内含价值（EV）拆分

- 内含价值=有效业务价值+经调整净资产
- 经调整净资产（ANW）：基于中国会计准则计量下的股东净资产，总体较为谨慎；主要是调整会计准备金与EV准备金的差异、持有至到期投资（HTM）成本与市值的差异。若利率持续下行、投资收益率假设下调，当其他条件一定时，会计准备金将多提、EV准备金将少提，调整部分将减少。但根据我们的测算，调整部分在EV中占比不超过20%，对EV的影响低于VIF。

主要险企2019年EV拆分

	平安（集团）	平安寿	太保（集团）	太保寿	国寿	新华
EV	12,005	7,575	3,960	3,055	9,421	2,050
VIF	4,899	4,899	1,876	1,908	4,593	821
ANW	7,106	2,676	2,084	1,147	4,828	1,229
净资产	6,732	2,461	1,784	669	4,038	845
净资产/ANW	95%	92%	86%	58%	84%	69%
调整部分EV占比	3%	3%	8%	16%	8%	19%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 3. 压力测试

#### 3.4 估值压力测试

- **EV敏感性分析：**投资收益率假设每下降50bps，寿险EV约下滑8%~10%。极度悲观假设下，投资收益率约3%，也即对应EV下滑30%~40%。此时，险企大概率调降风险贴现率，若调降100bps，则EV上升5%。因此，EV至多下滑25%~35%，当前估值已充分反映悲观预期。
- **有效业务价值（VIF）折价**
  - 计算方法：用寿险市值减去ANW，也即反映当前市值下所反映的VIF； $1 - \text{VIF} / \text{寿险市值}$ ，也即反映VIF折价情况。
  - 折价情况：除平安外，主要险企寿险VIF折价50%~100%，也即代表寿险存量清算价值不足现有价值的一半，充分反映悲观预期。

主要险企2019年EV敏感性  
(较基准假设-50bps)

	投资收益率	风险贴现率
平安寿	-7.6%	2.4%
太保寿	-9.9%	2.4%
国寿	-8.7%	2.3%
新华	-7.6%	1.9%

主要险企EV与VIF折价（中性情况）

	619总市值	619寿险市值	2020集团EV预测	2020寿险EV预测	集团EV折价	寿险EV折价	寿险VIF折价
平安	13421	8724	13875	8924	3.3%	2.2%	3.7%
太保	2536	2029	4405	3410	42.4%	40.5%	67.0%
国寿	7962		10724		25.8%		55.1%
新华	1412		2328		39.3%		103.4%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 目录CONTENTS

一、资产端：长端利率筑底回升

二、负债端：寿险经营企稳

三、盈利预测及投资建议

四、风险提示



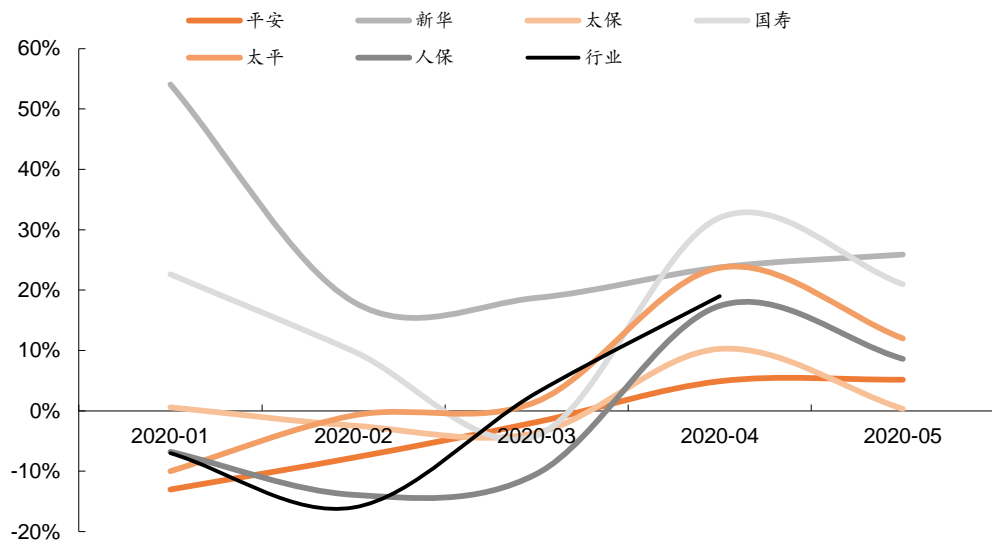
# 1. 上半年复盘：寿险分化、产险快速修复



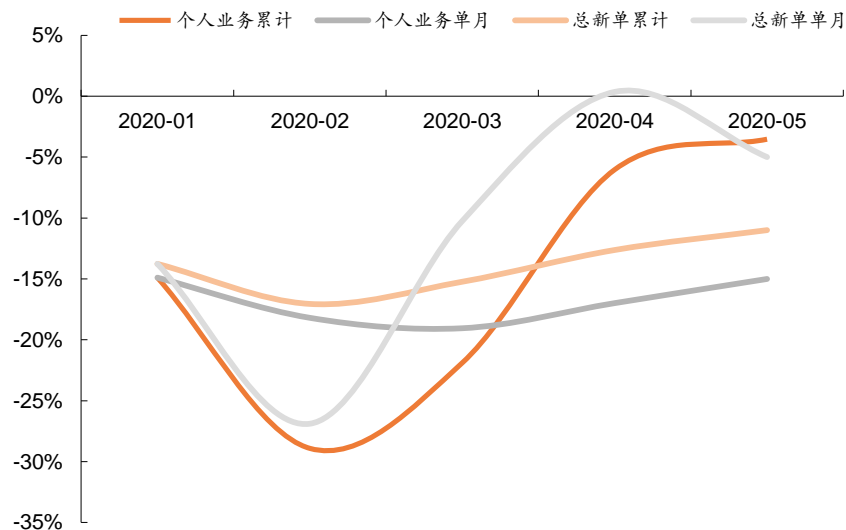
## 1.1 人身险：“开门红”分化决定险企上半年业绩分化

- 疫情影响线下展业，节后主力保障险销售受阻；复工复产逐步推进，以增员+营销+产品三元驱动保费增速修复。
- 单月总保费增速4月起大幅扭正：度过2月低点后，主要险企和行业单月保费自3月起持续修复、降幅不断收窄。
- 新单：预计平安、太保总新单下滑；国寿、新华“开门红”高增助总新单增长。除国寿外，主要险企保障险新单均有下滑。
- NBV：预计除国寿外，主要险企NBV均有下滑。

● 寿险公司单月保费同比增速



● 平安寿险新单同比增速



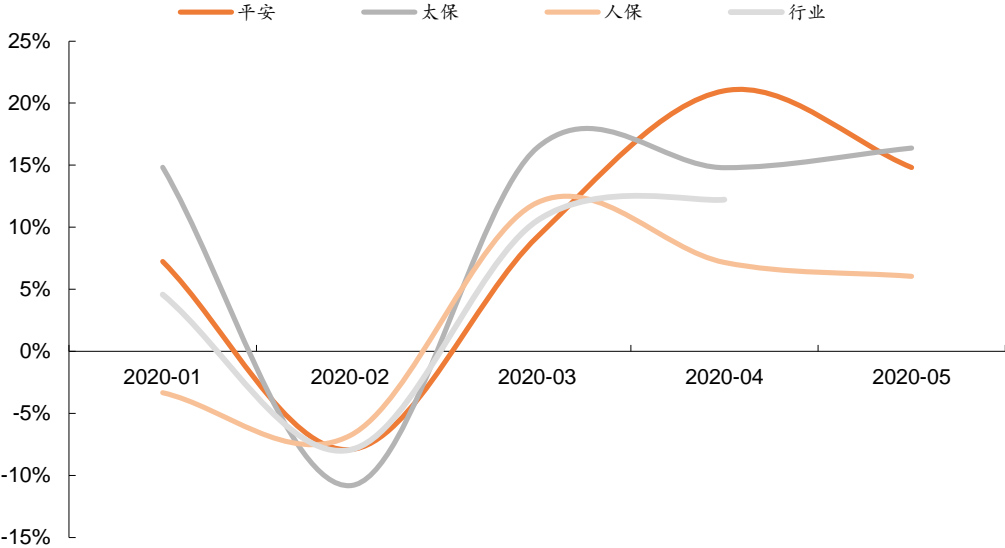
资料来源：银保监会，公司公告，平安证券研究所

# 1. 上半年复盘：寿险分化、产险快速修复

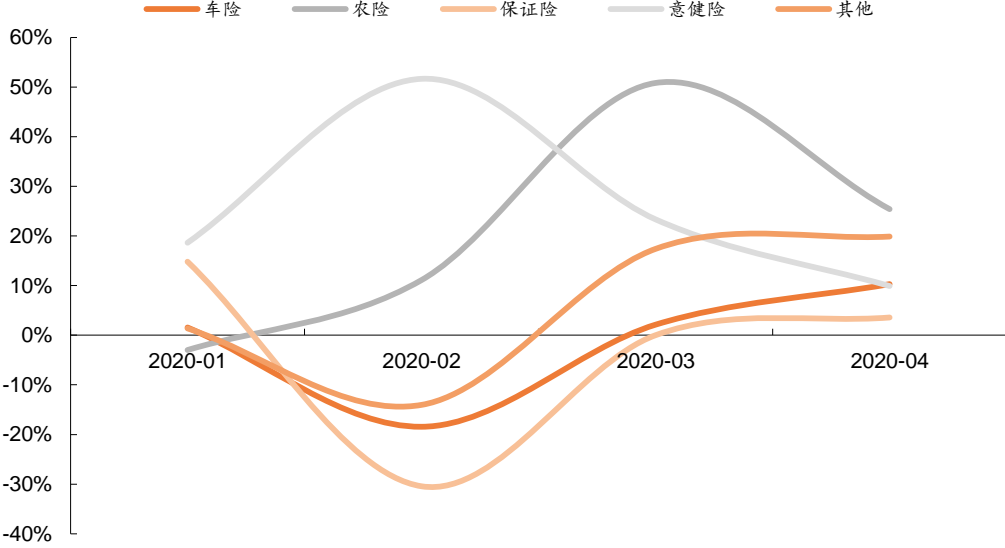
## 1.2 财产险需求刚性，快速修复

➤ 节后业务停摆导致2月保费下滑，3月起各项工作快速推进，需求刚性助各险种保费增速快速扭正：农险、健康险保持增长，但占比仅约10%~15%，贡献有限。3月起，产险保费随着车险、政策性业务续保、企财险和责任险等招标的逐步恢复而放量增长。但在保证险战略方面出现一定差异，人保大力压降、平安谨慎重启（2019年压降），导致保费增速偏低。

产险公司单月保费同比增速



产险行业分险种单月保费同比增速



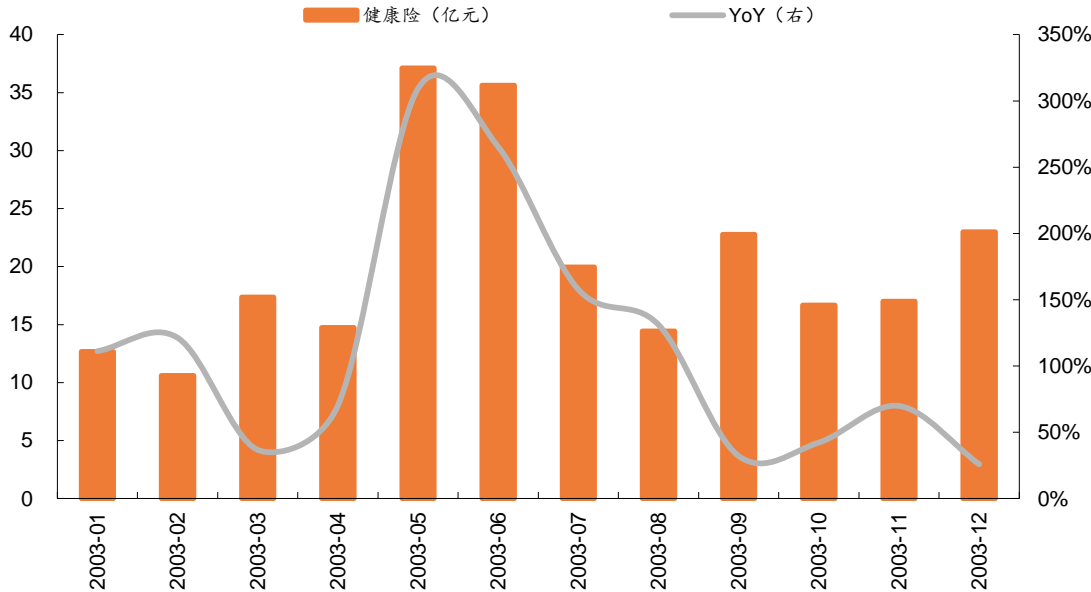
资料来源：银保监会，公司公告，平安证券研究所

## 2. 下半年展望：需求释放可期

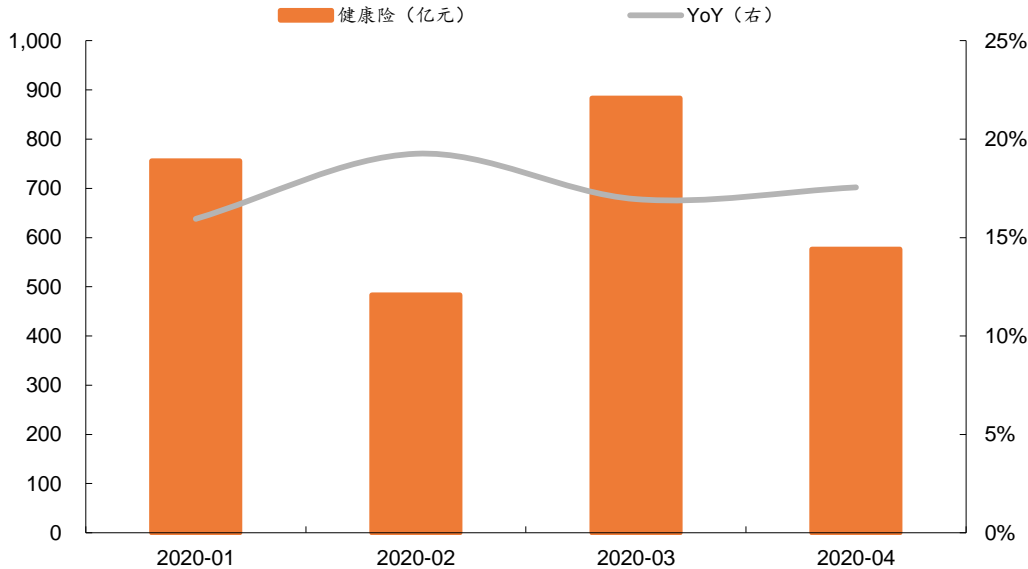
### 2.1 借鉴非典时期经验，疫情将刺激健康险需求释放

- 回溯非典时期，疫情再教育助健康险保费激增：2003年5月单月同比增长300%+、全年保费翻倍；平安2003年意健险保费同比增长15%。
- 本轮健康险业务仍保持高增：2月健康险单月保费同比增长30%（VS寿险-24%、车险-18%），但件均保费不足2400元（YoY-10%），充分说明增长主要系短期医疗险拉动；重疾险修复需待线下展业的恢复和居民收入的增长。

2003年健康险业务月度保费及同比



2020年健康险业务单月保费及同比增速



资料来源：银保监会，平安证券研究所

## 2. 下半年展望：需求释放可期



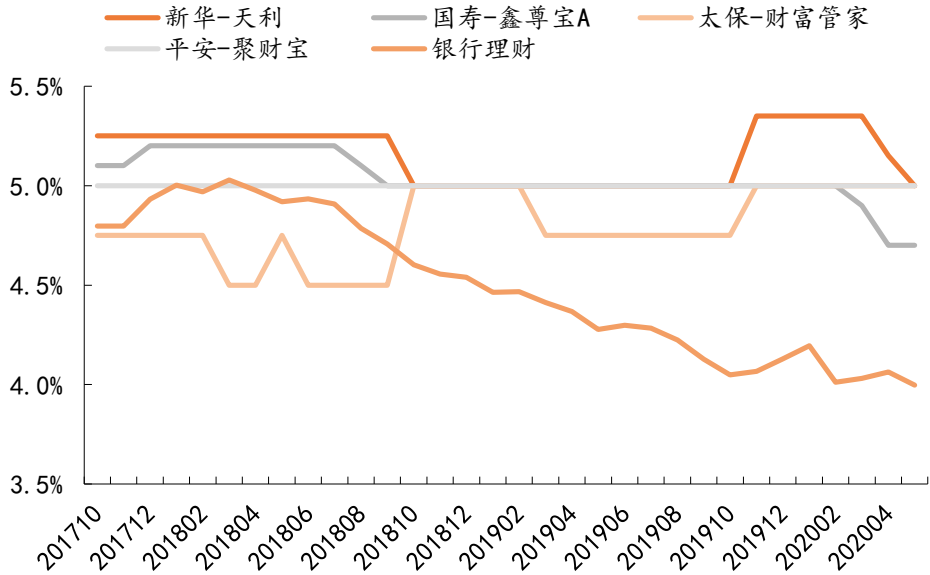
### 2.2 利率中枢下移，储蓄险或迎增长

➤ 1年期银行理财产品是短储产品的主要竞品，近期银行理财收益率下滑，短储市场竞争减弱：18Q1在“134号文”和1年期银行理财产品的预期年收益率近5%（与主要险企万能险年收益率相同）的双重压力之下，险企短储客户分流严重。2020年5月，银行理财年收益率仅4%，远低于主要险企万能险年收益率（5%），预计短储的竞争压力将较大缓解。

● 全市场1年期理财产品预期年收益率



● 主要险企万能险与银行理财产品收益率对比



资料来源：Wind，平安证券研究所

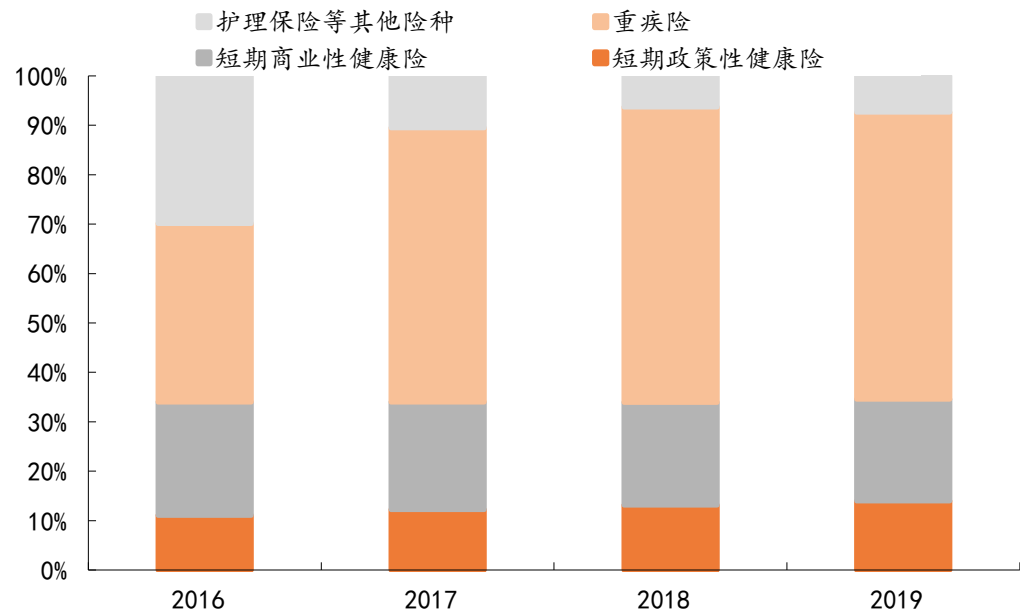
### 3. 健康险市场空间



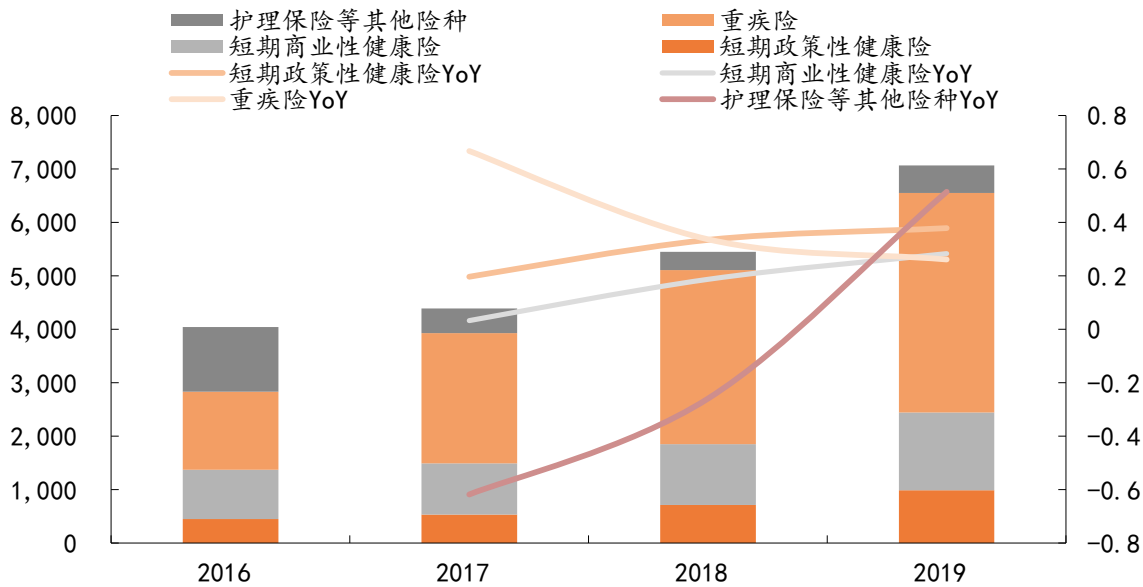
#### 3.1 健康险保费拆分

➤ 2019年健康险保费7066亿元，但监管并未披露险种结构情况，在此，我们以2019年报道数据结合市场调研情况以及主要险企险种结构测算：重疾险（4107亿元；占比58%）、短期政策性健康险（987亿元；占比14%）、短期商业性健康险（1455亿元；占比21%）、护理保险等其他险种（517亿元；占比7%）。2017-2019重疾险增速放缓，短期政策性与商业性健康险增速稳定。

健康险结构



健康险保费（亿元）拆分及增速



注：短期政策性健康险根据人保测算，短期商业性健康险根据公开信息倒算，重疾险根据根据公开信息倒算，护理保险等其他险种根据主要健康险公司测算而得。

资料来源：银保监会，平安证券研究所



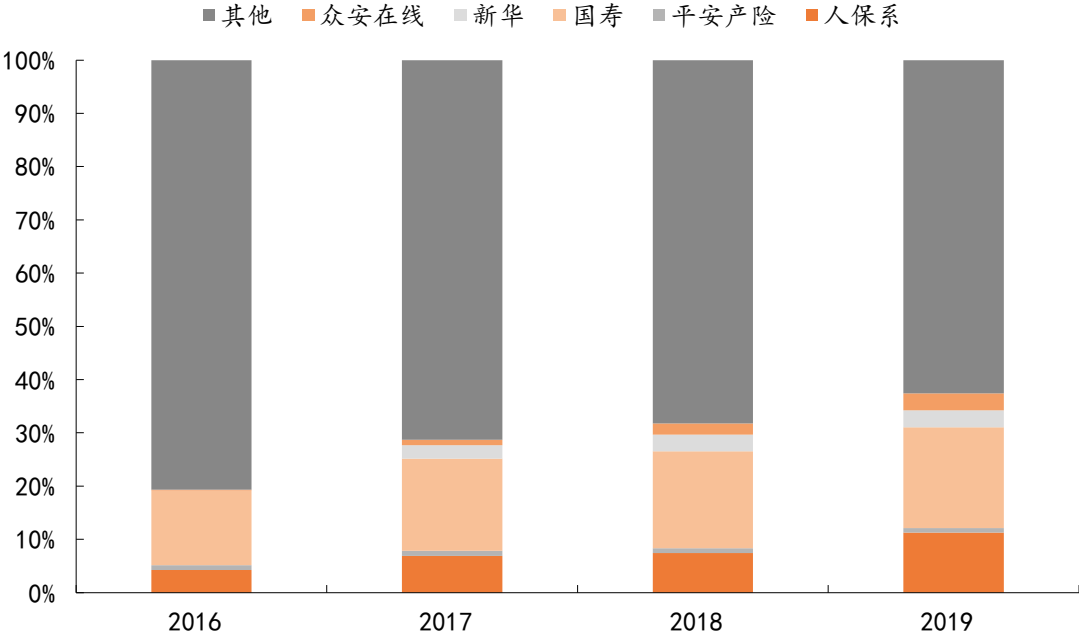
### 3. 健康险市场空间



#### 3.1 健康险保费拆分

- 短期政策性健康险：人保、国寿主要承保（市场份额共计约80%）
  - 中国人保：2019年政策性健康险保费共计494亿元，市场份额约50%；据此推测，行业2019年短期政策性健康险保费约987亿元。
  - 中国人寿：城乡居民大病团体医疗保险保费258亿元，叠加补充社保，预计政策性业务及大病健康险保费由上述占比（约50%）推算，2019年政策性健康险保费约258亿元。
- 短期商业性健康险：2019年医疗险保费2442亿元，扣减政策性业务，短期商业性健康险保费约1455亿元。2019年人保、国寿、新华、众安的保费和市场份额分别164亿元（11.3%）、276亿元（19.0%）、46亿元（3.2%）、46亿元（3.2%）。

短期商业性业务



注：人保系包括人保产险与人保健康、平安产险寿险无法拆分、国寿与新华均为趸交健康险。2016-2017年短期商业性健康险保费按照行业整体健康险保费的增速倒算而得。

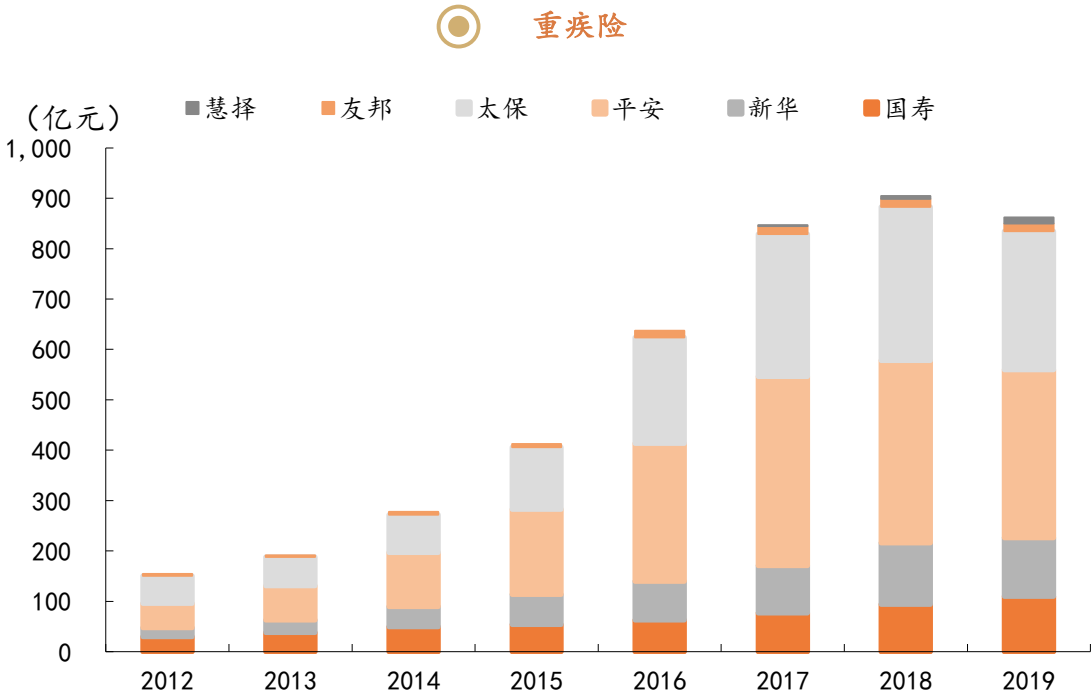
资料来源：银保监会，平安证券研究所

### 3. 健康险市场空间



#### 3.1 健康险保费拆分

- 重疾险：2019年保费4107亿元，在健康险保费中占比58%；根据2019年数据，预计2018-2019年重疾总保费增速超过30%。主要上市险企和部分外资险企自2014年起逐步发力重疾产品；互联网重疾产品2017年下半年开始畅销，但新单保费规模贡献有限，近年来行业重疾险总保费增长主要由续期保费拉动。
- 护理险等其他险种：扣除重疾险保费4107亿元、医疗险保费2442亿元，2019年长期护理险保费为517亿元。在2017年安邦系被接管前，和谐健康是长期护理险的主要保费来源，2015-2016年原保费收入均超1000亿元。被接管后，展业受限，保费断崖式下滑，2017年仅360亿元、2018-2019年仅3亿元左右，导致行业护理保险保费快速减少。



注：国寿、新华为健康险首年期交、平安、太保为长期健康险新单、友邦为前五产品中的重疾新单标保、慧择为主要网销渠道长期保障险新单

资料来源：银保监会，平安证券研究所

### 3. 健康险市场空间

#### 3.2 上市险企长期健康险下滑：并非无需求，而受低收入+高价格的抑制

- 表现：2019年，主要上市险企长期健康险新单承压（除国寿外，平安、新华、太保均录得负增长，分别同比-8%、-5%、-10%）。
- 需求分析：健康险需求仍存——尚处于发展初期，有发展空间。截至2019年，中国大陆健康险保费近7100亿元，较2017年增长60%，健康险密度提升至73美元（相当于美国1975年以前的水平，约为美国当前的1/8）、深度提升至0.71%（相当于美国1960年以前左右的水平，约为美国当前的80%），处于发展初期，但新单增长受阻。而人口结构、医疗支出充分证明需求仍存，压力点主要来自居民收入水平。

● 海内外人身险市场情况对比

	中国大陆2019	中国大陆 东部地区2019	美国2018	日本2018	中国台湾2019
健康险深度	0.71%	0.75%	0.87%	/	2.04%
健康险密度（美元）	73	97	567	/	529
人均健康险保费/ 人均可支配收入	1.64%	1.58%	1.18%	/	4.71%
人均健康险保费/ 人均可投资收入	28.5%	/	19.3%	12.2%	/

资料来源：Wind，平安证券研究所

### 3. 健康险市场空间



#### 3.2 上市险企长期健康险下滑：并非无需求，而受低收入+高价格的抑制

- 需求分析：健康险需求仍存——人口结构、医疗费用缺口。
  - 人口老龄化加剧（2018年老年人口占比近12%，约处于美国20c70s末、日本20c80s末的水平）；同时，监管引导发展保障型产品。
  - 中青年养老、育儿成本高昂，个人医疗支出占比较高（中国约30%、其他发达国家普遍不到15%）。
  - 2019年居民重疾医疗平均费用33万元，需自负13万元以上：根据《网络互助行业白皮书》，我国目前大病医保覆盖率95%以上，医保制度中的基础大病保障能够解决投保人群60%左右的疾病负担费用，个人仍需支付40%甚至更多费用。
  
- 原因探索：并非价格因素单方面决定——产品价差缩小，但上市险企健康险新单压力仍较大。
  - 19Q4以来，中小险企已纷纷升级“网红”重疾产品、通过保终身实现变相提价。
  - 上市险企变相降价：国寿20年3月推出定期重疾“康倍保”，新单在疫情期间亦录得增长，但主要系专项费用投入的激励，专项投入结束后的新单尚有待观测。新华2020年将费用支出和新人津贴收归总部（分公司费用空间更大），当前健康险主要推广“健康无忧宜家版”，通过减免最后1-2年的保费实现变相降价；太保升级少儿超能宝，以儿童重疾拉动成人重疾；平安推动两全+重疾；但总体来看，收效甚微、长期健康险新单压力仍较大。

### 3. 健康险市场空间

#### 3.2 上市险企长期健康险下滑：并非无需求，而受低收入+高价格的抑制

- 原因探索：并非中小险企分流——中小险企重疾险新单翻倍，但体量较小，对上市险企影响有限。
- 中小险企主要通过低廉的保费和便捷的互联网投保，以激进的产品（也即保至70岁的消费型重疾险、且重疾恶化因子几近于0）抓住一部分具有保障需求、但收入较低的年轻客户。复星联合健康、弘康人寿、横琴人寿、昆仑健康等2019年保费均实现翻倍。
  - 慧择保险网及其旗下“i云保”是互联网保险产品最大的销售平台。根据慧择保险网2019年年报，公司2017~2019年新单保费分别5.3亿元、7.5亿元、14.7亿元，其中长期健康险新单占比80%以上，则长期健康险2017~2019年新单分别约4.3亿元、6亿元、11.8亿元。2017、2018年长期健康险保单分别4.13万张、13.58万张，不计退保，则2018年长期健康险新单共计9.45万张；我们据此可以测算2018年长期健康险新单的件均保费约6300元。若2019年件均保费一定，则预计2019年长期健康险新保单约18.73万张。

慧择保险网新单

时间	健康险新单（万张）	新单保费（亿元）	件均保费（元/张）
2018	9.45	6	6300
2019	18.73	11.8	6300

资料来源：慧择年报，平安证券研究所



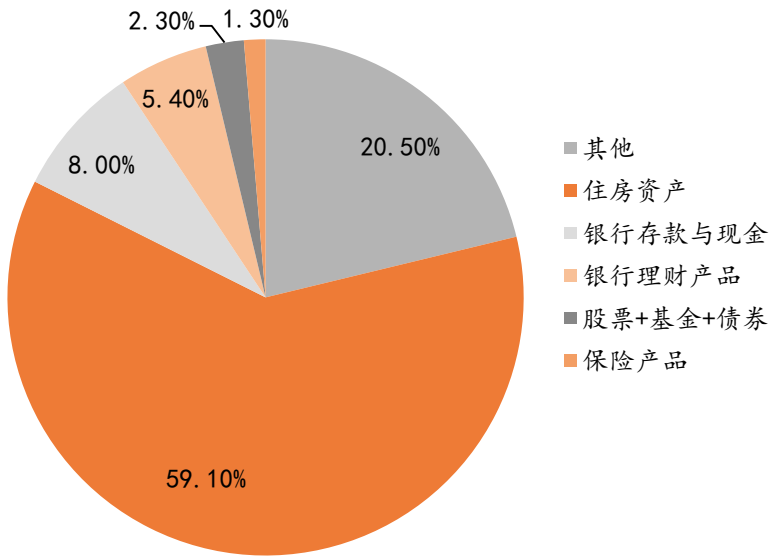
### 3. 健康险市场空间



#### 3.2 上市险企长期健康险下滑：并非无需求，而受低收入+高价格的抑制

- 原因探索：居民收入有限、杠杆率高或为健康险增速降档的主要原因
- 收入有限、杠杆率较高，实际可消费收入较少。城镇居民家庭负债高达 56.5%、房贷在家庭负债占比75.9%，导致居民实际可用于消费的收入较为有限——当前中国大陆全国居民、城镇居民人均可支配收入分别4500美元、6100美元，可投资收入1300美元+，理应进入人身险保费爆发式增长的时期。居民资产配置偏好购房和储蓄、房贷较高，决定保险消费有限、导致寿险增速放缓。未来寿险保费的爆发式增长尚待人均可支配收入的增长和居民保险意识的提高。
- 与海外相比，我国居民在保险及养老金的资产配置占比较低、资产配置结构待优化。截至2019年10月，我国城镇居民家庭资产中，实物资产占比79.6%、金融资产占比20.4%。实物资产中，住房资产在居民总资产中占比59.1%（美国仅24%、日本不足30%）；金融资产中，银行存款与现金8.0%+银行理财产品5.4%（日本33%），股票+基金+债券2.3%（美国39%、日本9%）、保险产品1.3%（美国23%、日本18%）。

居民资产配置结构



资料来源：中国金融，平安证券研究所

### 3. 健康险市场空间

#### 3.3 市场空间测算（基础测算）：全国均贡献增量

➤ 中国大陆存在大病医保和居民医疗保险（政策性险种，保障范围广）且贫富差距相对较大，商业健康险需求更为有限。总体来看健康险至多有3倍于当前的空间，即4500亿元~2.1万亿，未来十年CAGR约5.2%~14.7%。

未来十年健康险市场空间（全国增量）

	市场空间	测算依据
密度	3倍于当前（约2.1万亿）	人口保持在14亿、未来健康险密度可达美国当前水平的一半（即280美元），中国大陆健康险保费收入达3900亿美元，约逾2.8万亿元。
深度	20%	小概率事件。
人均可支配收入	60%（约4500亿元）	未来10年可支配收入复合增速为5%。
政策支持	1.3万亿（到2025年空间）	2019年12月银保监会等13部委联合发布《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》，提出力争到2025年，健康险市场规模超过2万亿。

健康险空间测算依据（全国增量）

	中国大陆2019	美国2018	空间
健康险深度	0.71%	0.87%	22%
健康险密度（美元）	73	567	288%
人均健康险保费/人均可支配收入	1.64%	1.18%	
人均健康险保费/人均可投资收入	5.50%	1.69%	

资料来源：Wind，平安证券研究所

### 3. 健康险市场空间

#### 3.3 市场空间测算（基础测算）：仅东部地区贡献增量、中西部地区持平

➤ 2019年全国健康险保费7066亿元、东部和中西部地区健康险保费分别3619亿元、3447亿元。城乡地区、东部地区和中西部地区的收入和经济水平差距较大，目前中西部地区居民健康险保费支出已较高，因此我们假设未来中西部地区健康险保费不变，健康险保费的主要增量来自东部地区。健康险约有1倍于当前的空间，也即2300亿元~1.3万亿，未来十年CAGR约2.8%~6.3%。

未来十年健康险市场空间（东部增量）

	市场空间	测算依据
密度	1倍于当前 (约7200亿元)	假设人口保持在14亿、未来东部地区健康险密度达美国当前水平的一半（即280美元），全国健康险保费收入约0.36*2+0.71=1.4万亿。
深度	15%	小概率事件。
人均可支配收入	60%（约2300亿元）	未来10年可支配收入复合增速为5%。
政策支持	1.3万亿 (到2025年空间)	2025年，健康险市场规模超过2万亿元。

健康险市场空间（东部增量）

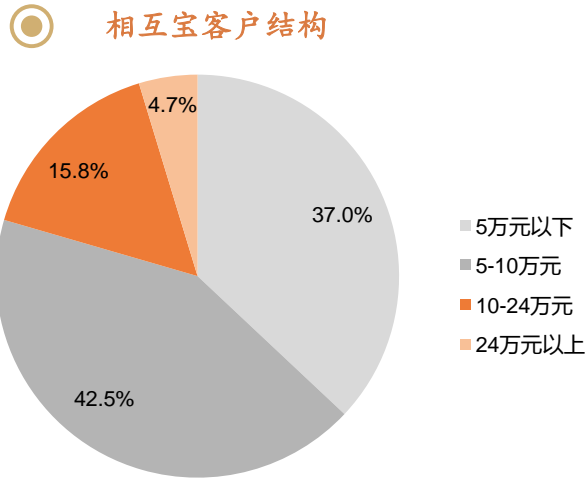
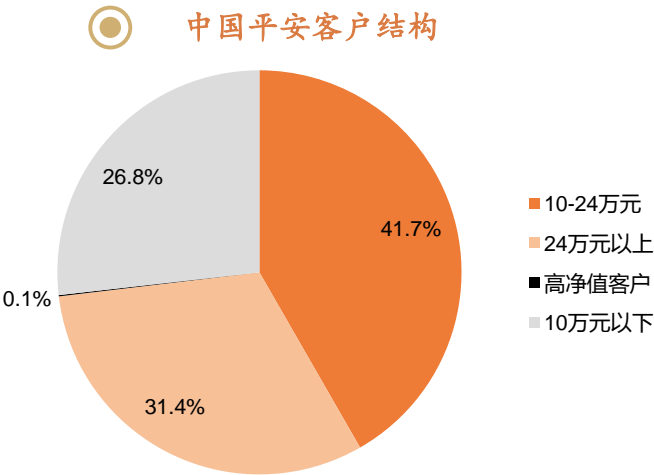
	中国大陆2019	美国2018	空间
健康险深度	0.75%	0.87%	16%
健康险密度（美元）	97	567	192%
人均健康险保费/人均可支配收入	1.58%	1.18%	
人均健康险保费/人均可支配收入	4.69%	1.69%	

资料来源：Wind，平安证券研究所

### 3. 健康险市场空间

#### 3.3 市场空间测算（压力测算）：考虑网络互助的分流

- 网络互助特征（与重疾险相比）：
- 特定保障范围更广。网络互助平台均有慢性病人和老年人等特定人群推出专属防癌计划，进一步填补空白。而主要险企在售产品中，并无慢性病人专属防癌险、但有老年防癌险。因此，网络互助行业将主要对险企的老年客群形成一定分流。
  - 客群下沉明显。主要险企客群集中在40岁左右、中产及以上的客户（年收入10万元以下的大众客户占比仅26.8%）。根据相互宝和水滴互助的调研结果，网络互助的成员：**①偏年轻**。相互宝成员中80、90后占比60%，水滴相互80、90后占比近60%。**②三线及以下城市和农村占据主力**。相互宝72.1%、水滴互助超70%，相互宝有1/3成员来自农村和县域。**③收入偏低，年收入10万元以下的成员占比79.5%**。因此，网络互助将主要对主流险企的中低收入客群形成分流和竞争，对中产及以上客户的影响不大。



资料来源：wind，平安证券研究所

### 3. 健康险市场空间

#### 3.3 市场空间测算（压力测算）：考虑网络互助的分流

- 网络互助特征（与重疾险相比）：
- 大病支出缺口的覆盖率偏低。根据《网络互助行业白皮书》，2019年网络互助患者年龄以39岁及以上居多，对大病医保13.2万元的缺口覆盖率达97.9%。商业健康险包括重疾险和短期医疗险两部分，医疗险免赔额一般为1万元、基本保额100~300万元，医疗险将全额报销免赔额以上、社保外的自费部分，并附有住院津贴等；重疾险2019年件均理赔金额约10万元，缺口覆盖率更高。

健康险与相互宝大病支出缺口覆盖率对比

单位：万元	上海	苏州	连云港	白皮书预测
自费费用	9.6	1.1	7.5	13.2
医疗险	8.6	0.1	6.5	12.2
重疾险	10			
商业健康险给付	18.6	10.1	16.5	22.2
缺口覆盖率	194%	933%	221%	168%
相互宝给付	12.5			
缺口覆盖率	131%	1158%	168%	97.9%

注：45岁在职、患癌症、三级医院就诊、医疗费用支出33万元、非医保药品占比50%

资料来源：Wind，平安证券研究所



### 3. 健康险市场空间

#### 3.3 市场空间测算（压力测算）：考虑网络互助的分流

➤ 2011年网络互助兴起，2018年末蚂蚁集团推出“相互宝”，引发广泛关注、用户迅速增长（2020年5月已逾1亿人；截至2019年末，平安、太保、新华的个人客户分别2亿、1.39亿、3266万），或对健康险造成一定压力。因此，我们将网络互助对商业健康险的客户分流纳入考虑，预计健康险空间尚有920亿~12100亿，未来十年CAGR约1.2~10.5%。

● 未来十年健康险空间（以全国均贡献增量的基准测算来做压力测算）

	市场空间	测算依据
悲观假设	基础测算的20%（920~4300亿元）	年收入<10万的人群不会购买商业险。
中性假设	基础测算的50%（2200~10400亿元）	年收入<10万、10-4万、>24万的人群分别占比80%、16%、5%，分别有40%、84%、93%的人群购买商业险。
乐观假设	基础测算的58%（2600~12100亿元）	年收入<10万、10-24万、>24万的人群分别占比80%、16%、5%，分别有40%、84%、93%的人群购买商业险，年收入>10万的互助成员40%将购买商业险。（调研结果显示，40%的受访网络互助成员有意愿购买商业健康险。）

资料来源：平安证券研究所

## 目录CONTENTS

- ① 一、资产端：长端利率阶段性探底，关注  $\beta$  带来的估值反弹
- ② 二、负债端：寿险经营企稳
- ③ 三、盈利预测及投资建议
- ④ 四、风险提示

可比公司估值表

EVPS	2018	2019	2020E	2021E	2022E
中国太保（元）	37.09	43.69	48.61	53.82	59.53
新华保险（元）	55.50	65.72	74.60	84.49	95.37
中国人寿（元）	28.13	33.33	37.94	43.28	49.40
中国人保（元）	3.41	3.96	4.02	4.55	5.15
中国太平（港元）	38.83	46.13	48.80	53.61	58.09
P/EV	2018	2019	2020E	2021E	2022E
中国太保	0.72	0.64	0.58	0.52	0.47
新华保险	0.75	0.69	0.61	0.54	0.47
中国人寿	0.72	0.85	0.74	0.65	0.57
中国人保	1.57	1.61	1.59	1.40	1.24
中国太平	0.55	0.28	0.26	0.24	0.22
NBVX	2018	2019	2020E	2021E	2022E
中国太保	-3.51	-2.71	-8.00	-9.55	-11.10
新华保险	-3.55	-5.29	-9.78	-11.81	-13.85
中国人寿	-4.49	0.74	-4.40	-5.98	-7.53
中国人保	23.74	31.08	23.59	17.56	13.26
中国太平	-4.73	-8.46	-14.98	-15.43	-16.30

注：股价使用2020年6月19日收盘价。中国人保产险业务为主，利润和EV贡献高，与其他险企不直接可比，因此新业务倍数（NBVX）较同业更高。

资料来源：wind，平安证券研究所

## 投资建议

1、长端利率筑底回升，投资端压力缓释。4月以前，在海内外疫情蔓延、经济下行风险加大的情况下，货币政策频出、利率2个月内快速从3.1%下探至2.5%。随着疫情向好、财政政策发力，利率4月已出现阶段性探底，现已从4月2.5%的低点回升至2.8%。预计下半年将由“宽货币”走向“宽信用”，预计货币政策以配合财政政策为主。根据历史数据，每年固收到期再配置和新增资产占比约20%，1) 悲观假设下，十年期国债收益率2%、非标收益率4.5%、股票+股基收益率5%，则上市险企2020年投资收益率仍达4.4%-4.9%。

2) 极度悲观假设下，若2%长债收益率成为常态、非标收益率每年下滑50bps、股票+股基收益率5%，上市险企长期投资收益率约3%-3.1%；若长期来看权益资产获得长牛行情，则长期投资收益率将高于测值。当前险企负债成本约2.65%~2.8%，长期来看，并无利差损风险。

2、估值处于历史底部，已充分反映实际投资收益率不及假设、VIF折价的悲观预期。疫情影响代理人线下展业，尽管线上销售同步推进，但主要以短期医疗险等低价值产品为主。主力长期产品设计复杂（重疾、终身寿等）、主要依靠线下销售，受影响较大，预计20H1寿险新单、尤其是保障险新单将承压。从投资端来看，长端利率企稳回升，固收资产到期再配置与新增资产配置压力缓释。当前股价对应2020年PEV仅0.6 ~ 1.0倍（仅14H1和19M1触及该估值水平），估值已处于历史底部，且已充分反映长债利率长期低位（2%）的悲观预期，具备安全边际，当前可考虑左侧配置。新单修复有待时间观测，利率阶段性触底、现企稳回升，估值反弹先看 $\beta$ 、再看新单，建议关注：中国人寿、新华保险、中国太保。

## 目录CONTENTS

- ① 一、资产端：长端利率阶段性探底，关注  $\beta$  带来的估值反弹
- ② 二、负债端：寿险经营企稳
- ③ 三、盈利预测及投资建议
- ④ 四、风险提示

## 风险提示

- 1、经济超预期下滑影响，信用风险集中暴露。险企固收类资产占比70%以上，若宏观经济超预期下滑，整体资产质量将承压，或可能影响存量资产利息收入等。
- 2、海外疫情发展超预期、权益市场大幅波动，股票和基金投资浮亏超预期。
- 3、疫情影响线下展业，代理人脱落超预期，新单保费增速不及预期。
- 4、长债利率持续下行，到期再配置资产和新增资产配置压力增加，收益率或不及预期。



## 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

## 行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2020版权所有。保留一切权利。