

保险行业6月月报(2020年第6期,总第7期)

中性(维持)

## 行情走势仍偏弱,静待低估值板块轮动

- **月度行情复盘: 行情走势偏弱, 低估值板块静待轮动。**截至6月29日, 保险指数较上月底上涨0.75%, 跑输大盘(沪深300)5.52pct, 表现位列Wind二级行业倒数第2位, 年初至今累计跌幅为17.52%, 跑输大盘18.47个百分点。各公司6月单月涨跌幅分别为: -0.09%(太保)、0.3%(新华)、0.42%(平安)、1.93%(人保)、6.25%(国寿), 同期沪深300涨跌幅为6.28%。伴随着6月市场整体行情向好, 外资继续小幅流入中国平安。截至6月29日, 中国平安沪港通年内成交总额1292亿元, 累计净卖出额60.8亿元, 6月单月净买入14.11亿元, 环比增长1.38倍。沪港通持股占平安流通股比重7.47%, 较上月底上升0.19pct。
- **负债端业绩跟踪: 边际改善趋势延续, 单月增速环比放缓。**1-5月行业人身险公司保费1.7万亿元, 同比+5.1%(前值+3.8%); 5月单月保费2075亿元, 同比+15.7%(前值+19.2%), 其中寿险原保费1452亿元, 同比+16.4%(前值+21.3%), 健康险570亿元, 同比+16.1%(前值+17.6%), 各险种单月保费增速环比均有所放缓。产险公司方面: 监管收紧信用险下滑, 汽车消费刺激政策利好车险销售。1-5月财产险公司原保费收入5879亿元, 同比+6.8%(前值+6%), 单月保费1103亿元, 同比+10.2%(前值+12.2%)。车险单月保费增长8.6%, 得益于汽车消费政策刺激汽车销量增速扩大。非车险中, 保证险同比-10.5%, 增速环比转负, 主要原因为信用环境恶化, 监管收紧, 各公司业务有所调整。其他险种受益于复产复工, 业务全面恢复, 工程险单月保费增速达57.1%。
- **资产端表现跟踪: 权益市场造好, 长端利率企稳回升。**权益市场6月表现较好, 消费医药等行业有较大的结构性行情, 料将为险企贡献利润增长, 缓解折现率下行以及高基数下的利润增长压力。长端利率继续企稳回升, 10年期国债收益率较上月底震荡上行14.5bp。债市微跌, 中证全债月内下跌0.91%。险资运用方面, 5月末, 保险资金运用余额19.7万亿元, 较年初+6.3%。资产配置结构中, 股票和基金占比13.3%, 较上月降0.3pct; 银行存款占比14.1%, 较上月降0.2pct; 债券占比34.6%, 较上月升0.4pct; 其他投资占比38%, 较上月升0.1pct。保险机构(自有资金, 不含产品账户)大幅增持地方政府债, 5月认购地方政府债300亿元。
- **投资建议: 短期来看, 上市险企负债端业绩较1季度全面恢复反弹, 但也仍处于恢复过渡阶段, 预计全年新业务价值对EV贡献有限(国寿除外)。而短期投资端表现相对乐观, 权益市场消费医药等行业有较大的结构性行情, 加上去年权益市场高增带来的利润积累(平安除外), 以及阶段性利率快速下行带来的债市行情。但长期资产端面临不确定性引发的市场担忧并未消除, 保险股长期逻辑仍未形成, 估值或将筑底, 各家公司亦面临着保险行业发展中的阶段性问题, 需通过战略调整和深化改革来实现破局。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	71.4	8.94	9.75	11.7	7.99	7.32	6.1	1.94	强推
中国太保	27.25	2.84	3.28	4.07	9.6	8.31	6.7	1.46	推荐
新华保险	44.28	3.46	3.83	4.21	12.8	11.56	10.52	1.64	强推
中国人寿	27.21	0.86	1.08	1.31	31.64	25.19	20.77	1.94	推荐
中国人保	6.44	0.43	0.46	0.71	14.98	14.0	9.07	1.56	中性

资料来源: Wind, 华创证券预测

注: 股价为2020年06月30日收盘价

## 华创证券研究所

## 证券分析师: 张经纬

电话: 0755-82756802  
邮箱: zhangjingwei@hcyjs.com  
执业编号: S0360520060002

## 证券分析师: 徐康

电话: 021-20572556  
邮箱: xukang@hcyjs.com  
执业编号: S0360518060005

## 证券分析师: 洪锦屏

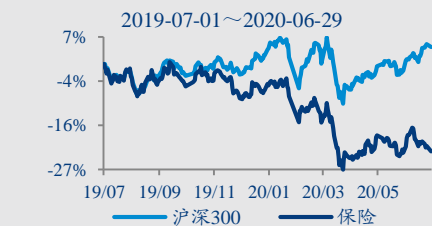
电话: 0755-82755952  
邮箱: hongjinping@hcyjs.com  
执业编号: S0360516110002

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	7	0.18
总市值(亿元)	27,938.17	3.96
流通市值(亿元)	16,861.18	3.26

## 相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	0.42	-18.46	-19.82	-19.82
相对表现	-7.26	-20.48	-28.67	-28.67



## 相关研究报告

《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——重疾发生率表修订点评》

2020-05-10

《保险行业5月月报(2020年第5期,总第6期): 行业保费全面回暖, 5月反弹行情减弱》

2020-05-28

《保险行业2020年中期策略: 再论寿险行业保费周期与公司估值》

2020-06-23

# 目录

一、负债端业绩跟踪：边际改善趋势延续，单月增速环比放缓.....	4
（一）人身险行业 5 月保费跟踪.....	4
（二）财产险行业 5 月保费跟踪.....	7
二、资产端表现跟踪：权益市场造好，长端利率企稳回升.....	9
三、6 月行情复盘：行情走势仍偏弱，超额收益向下.....	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、6 月行业重点新闻公告.....	16

# 图表目录

图表 1	5 月人身险保费累计增速延续边际改善的趋势 (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)	4
图表 3	行业格局维持稳定, 国寿、平安寿份额延续一升一降	5
图表 4	上市寿险公司年初至今累计保费增速	5
图表 5	平安个险新单负增长继续收窄	5
图表 6	平安人身险业务整体增速平稳	5
图表 7	新华 5 月单月保费同比+25.9%, 保持高增	6
图表 8	太保寿 5 月单月保费同比较上月回落 10pct	6
图表 9	国寿 5 月单月保费增速环比回落	7
图表 10	太平寿 5 月单月保费增速环比放缓	7
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	财产险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 5 月单月保费增速: 车险增长持稳, 非车险除保证险、意外险外延续回暖态势	8
图表 14	5 月财产险行业集中度下降, 人保财份额下降	9
图表 15	5 月汽车销量增幅扩大 (单位: %)	9
图表 16	5 月保险资金运用余额增长持稳, 债券配置增加 (单位: 亿元)	10
图表 17	5 月保险公司总资产增速向上 (单位: 亿元)	10
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: 5 月主要认购国债、地方政府债 (单位: 亿元)	10
图表 20	6 月股市上涨, 债市下跌, 银行理财收益率震荡下行 (单位: %)	11
图表 21	万能险结算利率中位数松动, 4 月、5 月维持在 4.35% 的水平 (单位: %)	11
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	6 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	6 月保险指数跑输大盘, 超额收益向下	12
图表 25	个股年初至今累计收益率: 1-6 月板块内标的均跑输大盘 (单位: %)	12
图表 26	6 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: 6 月外资继续小幅流入 (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	14
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	6 月监管政策跟踪	16

## 一、负债端业绩跟踪：边际改善趋势延续，单月增速环比放缓

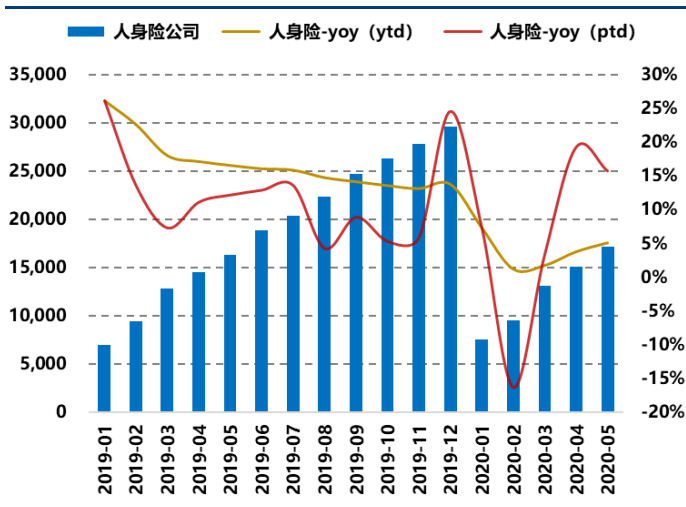
### (一) 人身险行业 5 月保费跟踪

行业景气度延续回升，单月保费增速环比放缓。1-5 月行业人身险公司保费 1.7 万亿元，同比+5.1%（前值+3.8%）；5 月单月保费 2075 亿元，同比+15.7%（前值+19.2%）。5 月单月行业保费增速相比 4 月虽略有下降，但相比受疫情影响最大的一季度好转明显，行业二季度保费仍保持边际改善的趋势。

各险种增速保持稳定，单月增速环比略放缓。人身险公司保费分险种来看，5 月单月寿险原保费 1452 亿元，同比+16.4%（前值+21.3%）；健康险 570 亿元，同比+16.1%（前值+17.6%）；意外伤害险 52 亿元，同比-7.1%（前值-3.4%）。单月各险种增速均有所放缓，但寿险、健康险仍保持在两位数中高速增长区间；意外伤害险年初至今各月保费都处于负增长区间，主要受疫情下社会公众外出减少所影响。

上市寿险公司：行业格局基本稳定，国寿、平安寿份额延续一升一降。1-5 月各上市寿险公司市场份额分别为 21.5%（国寿）、14.3%（平安寿）、6.8%（太保寿）、4.6%（新华）、4.5%（太平寿）、3.6%（人保寿），上市寿险公司份额合计 55.3%，继续回落。国寿份额较 4 月下降 0.8pct（上月降 1.2pct），平安寿份额上升 0.4pct（上月升 0.6pct），两家公司的市场份额延续一升一降的态势。人保寿份额下降 0.2pct，新华、太平寿份额均上升 0.1pct，太保寿份额与上月基本持平。

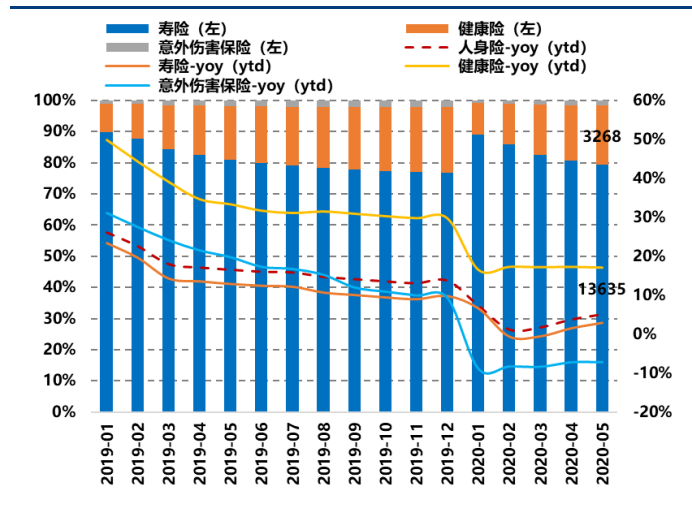
图表 1 5 月人身险保费累计增速延续边际改善的趋势（单位：亿元）



资料来源：银保监会、华创证券

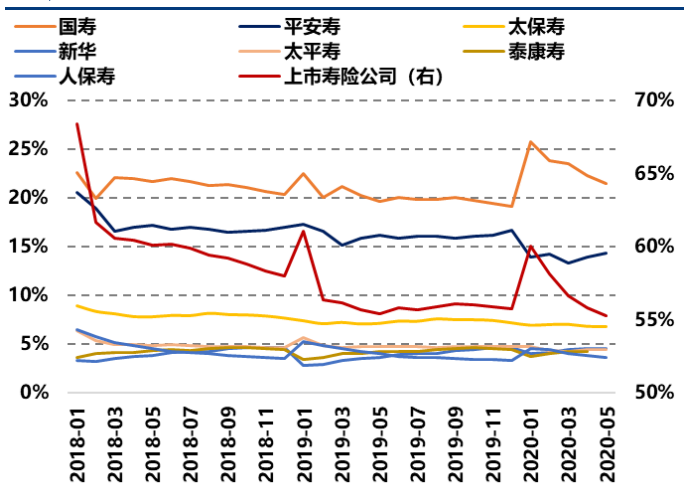
注：YoY-ytd 指年初至今累计增速，YoY-ptd 指当期增速

图表 2 人身险各险种年初至今累计增速（单位：亿元）



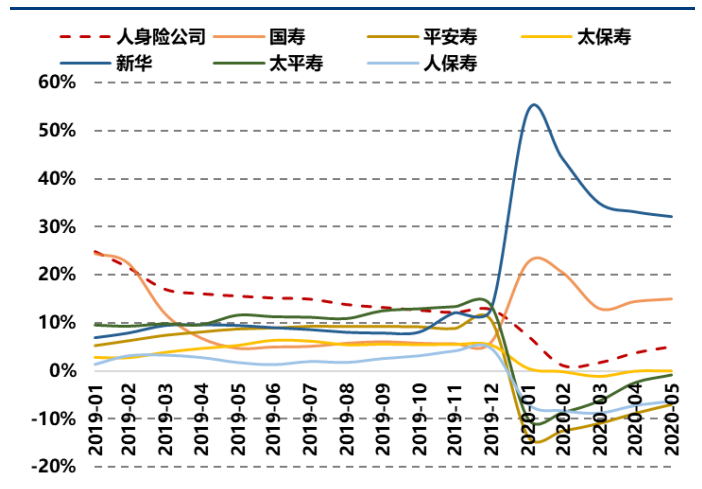
资料来源：银保监会、华创证券

图表 3 行业格局维持稳定, 国寿、平安寿份额延续一升一降



资料来源: 银保监会, 华创证券

图表 4 上市寿险公司年初至今累计保费增速



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 5 月保费收入数据。

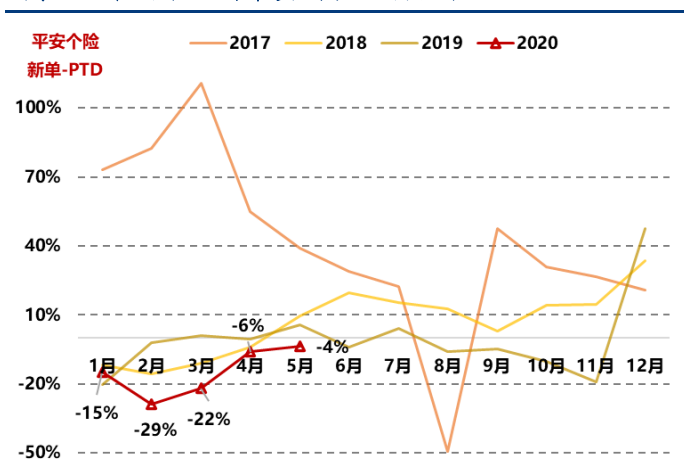
● **中国平安: 2 季度产品线全面升级, 积极推动业务开展**

平安人身险 1-5 月累计保费 2631 亿元, 同比-5.8% (前值-7.4%), 负增长稳步收窄; 5 月单月保费 384 亿元, 同比+5.2% (前值+4.9%)。

个险新单 1-5 月累计保费 628 亿元, 同比-15% (前值-17%); 5 月单月保费 105 亿元, 同比-3.5% (前值-6%)。

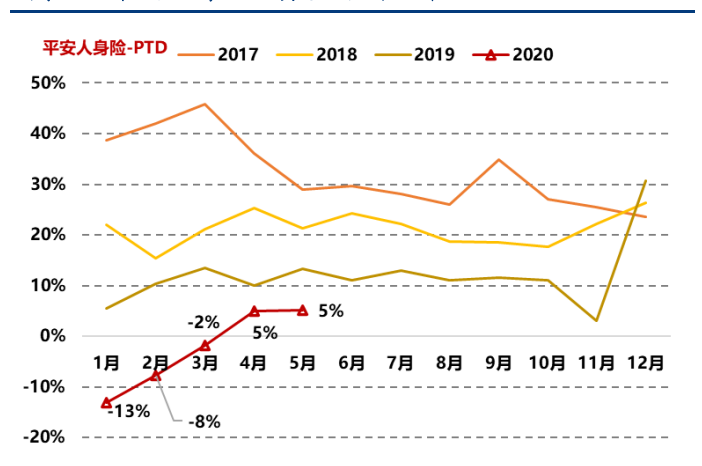
2 季度以来, 平安产品全线升级, 大小平安福、大小福星、福满/加分等。推出件均较低的两全+重疾守护百分百以及优惠定价来吸引客户。

图表 5 平安个险新单负增长继续收窄



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 6 平安人身险业务整体增速平稳



资料来源: 公司公告, 华创证券

● **新华保险: 产品重心转换后仍保持高增长, 规模扩张有成效预计价值改善**

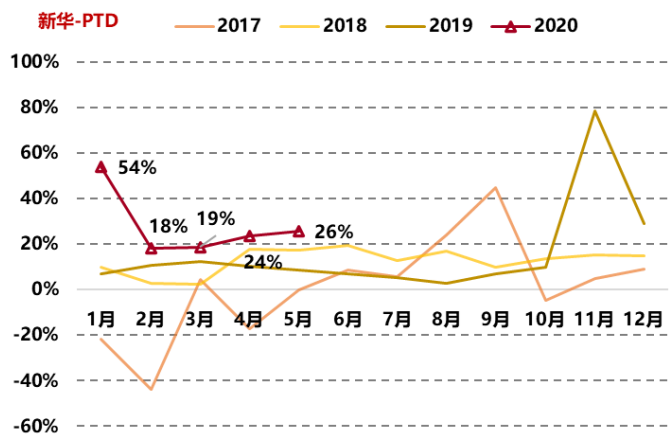
新华 1-5 月累计保费 790 亿元, 同比+32.1% (前值+33.1%); 5 月单月保费 104 亿元, 同比+25.9% (前值+23.8%)。新华 2 季度以来, 个险保障型产品销售转为重心, 从数据来看销售效果较好, 预计 NBV 增速改善。

● **中国太保: 全面复工+推出老客户优惠产品, 业绩追赶明确迫切**

太保寿 1-5 月累计保费 1165 亿元, 同比+0.04%; 5 月单月保费 137 亿元, 同比+0.3% (前值+10.3%), 增速较上月出现较大回落。从目前的数据来看, 难言乐观, 预计累计新单增速还是有较大的负增长, 年内转正较难。

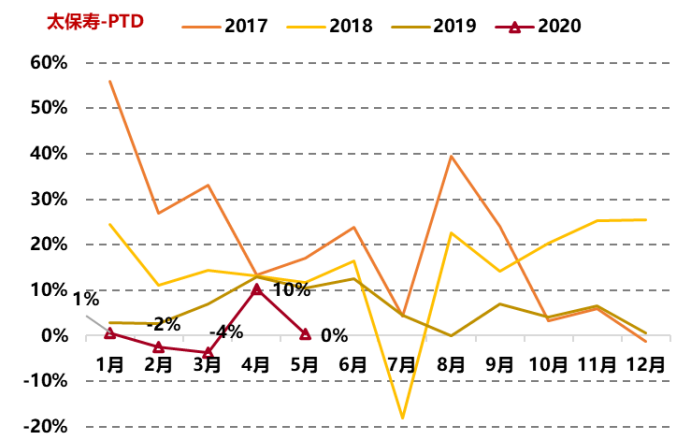
太保 6 月加快了业绩追赶步伐, 推出终身重疾金福优享/金贝优享 (金福人生优惠版), 在价格上对老客户做出了优惠 (相近价格交费期 19 年, 少交 1 年), 只销售 6 月当月。

图表 7 新华 5 月单月保费同比+25.9%, 保持高增



资料来源: 公司公告、华创证券

图表 8 太保寿 5 月单月保费同比较上月回落 10pct



资料来源: 公司公告、华创证券

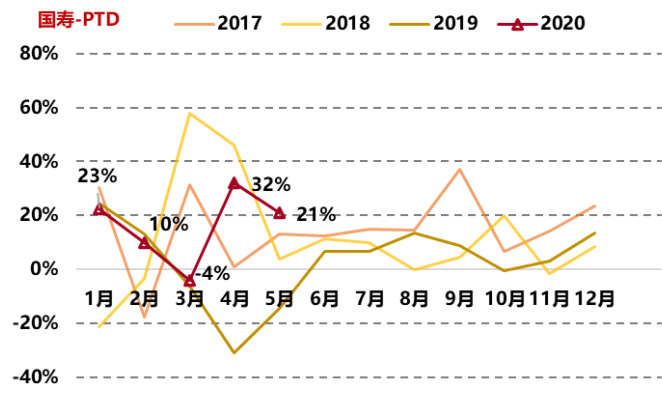
● **中国人寿: 业绩增长同业领先, 旧瓶装新酒——灵活适时推出新组合**

国寿 1-5 月累计保费 3698 亿元, 同比+15% (前值+14.4%), 增速持稳; 5 月单月保费 323 亿元, 同比+21% (前值+32%), 较上月回落 11 个百分点。

国寿产品销售策略比较灵活, 审时度势灵活推出新组合。2 季度推出了创新型产品——福祿相伴两全保险 (主险), 与国寿福终身重疾搭配销售成为双主险组合, 比起一般的两全+重疾来讲, 福祿相伴满期给付金额非常高, 有强储蓄和强保障双重属性, 也不损害产品价值。

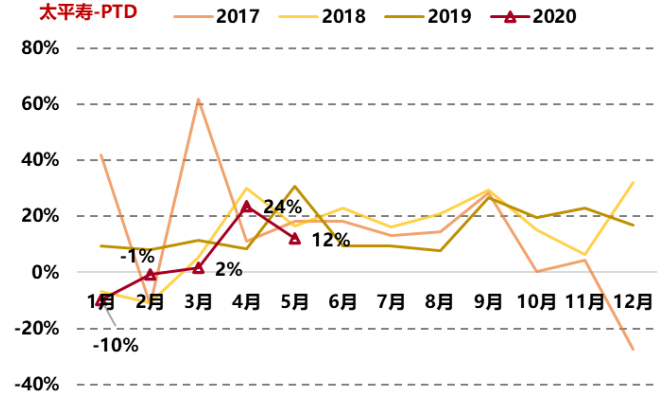
● **中国太平: 太平寿 1-5 月累计保费 768 亿元, 同比-0.8% (前值-2.5%); 5 月单月保费 97 亿元, 同比+12.1% (前值+23.7%)。**

图表 9 国寿 5 月单月保费增速环比回落



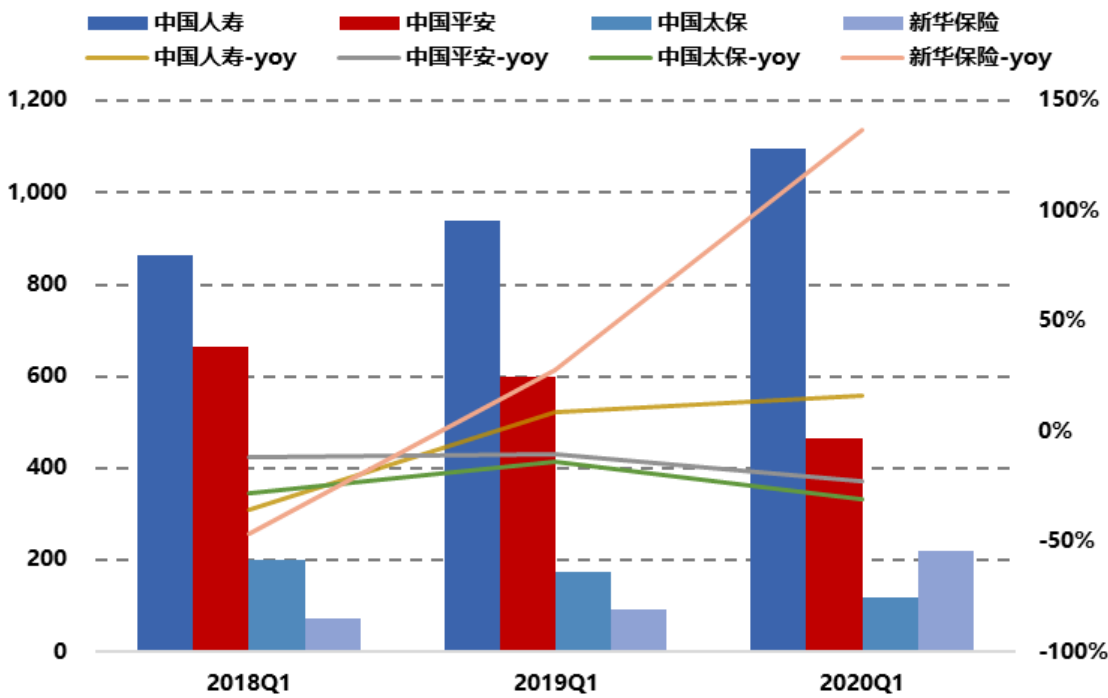
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 10 太平寿 5 月单月保费增速环比放缓



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 5 月保费跟踪

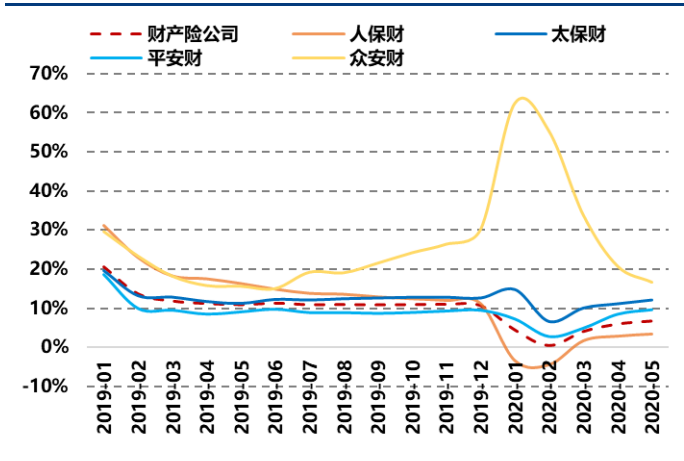
监管收紧信用险下滑, 汽车消费刺激政策利好车险销售。1-5 月财产险公司原保费收入 5879 亿元, 同比+6.8% (前值+6%), 单月保费 1103 亿元, 同比+10.2% (前值+12.2%)。分险种来看, 车险单月保费增长 8.6% (前值+10.3%), 保持稳定, 得益于汽车消费政策刺激汽车销量增速扩大 (5 月单月汽车销量同比+14.5%, 前值+4.4%)。非车险中, 意外险继续延续年初至今的负增长, 单月保费同比-64.9%; 保证险同比-10.5%, 增速环比转负, 主要原因为信用环境恶化, 监管收紧, 各公司业务有所调整。其他险种受益于复工复产, 业务全面恢复, 单月增速分别为: 工程险(+57.1%)、健康险(+50%)、责任险(+20.7%)、农险(+22.4%)、企财险(+9.7%)、家财险(0%)

**上市财险公司: 人保财险下降, 行业竞争格局持稳。**5 月各公司市场份额分别为人保财(34.1%, 较上月降 0.4pct)、平安财(20.4%, 较上月升 0.2pct)、太保财(10.7%, 较上月升 0.1pct)、众安财 0.9% (较上月基本持平)。

截至目前, 上市财产险公司已披露 5 月保费收入数据。

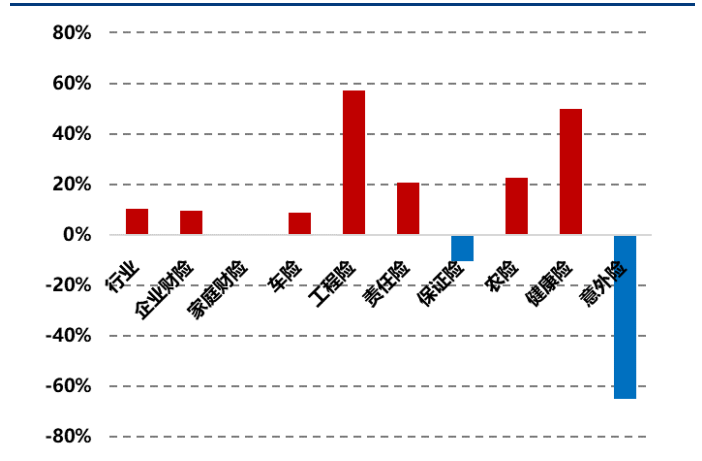
- 人保财 1-5 月累计保费 2006 亿元, 同比+3.5% (前值+2.9%); 5 月单月保费 359 亿元, 同比+6% (前值+7.2%)  
分险种来看, 车险单月同比+7.4% (前值+12.5); 意外伤害及健康险单月同比+28.9%; 信用保证险规模继续下滑, 5 月累计保费同比-54.6% (前值-51.4%), 单月同比-68.2% (前值-60.3%)。
- 平安财 1-5 月累计保费 1197 亿元, 同比+9.6% (前值+8.5%); 5 月单月保费 231 亿元, 同比+14.8% (前值+21%)。  
各险种单月增速较上月均有所回落, 非车险、意外与健康险同比高增: 车险单月保费 164 亿元, 同比+9.9% (前值+10.7%); 非车险单月保费 53 亿元, 同比+25% (前值+52.8%); 意外与健康险单月保费 13.5 亿元, 同比+46%。
- 太保财 1-5 月累计保费 630 亿元, 同比+12.1%; 5 月单月保费 123 亿元, 同比+16.4%, 累计及单月保费自 3 月以来保持两位数增长。
- 太平财 1-5 月累计保费 113 亿元, 同比+0.8% (前值+0.2%); 5 月单月保费 24 亿元, 同比+3% (前值-4.4%), 自 3 月后重新落入正增长区间。
- 众安财 1-5 月累计保费 53 亿元, 同比+16.6%; 5 月单月保费 11 亿元, 同比-76.4%, 负增长较上月扩大近 60 个百分点。

**图表 12 财产险景气度持续回升累计保费增速向上, 众安财增速回落**



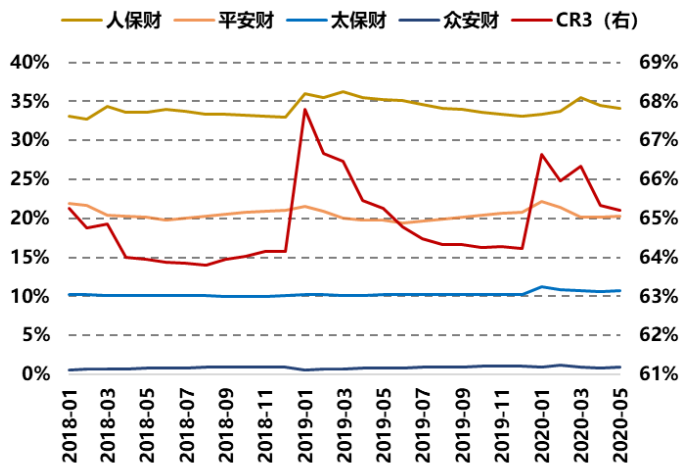
资料来源: 银保监会, 华创证券

**图表 13 财产险行业各险种 5 月单月保费增速: 车险增长持稳, 非车险除保证险、意外险外延续回暖态势**

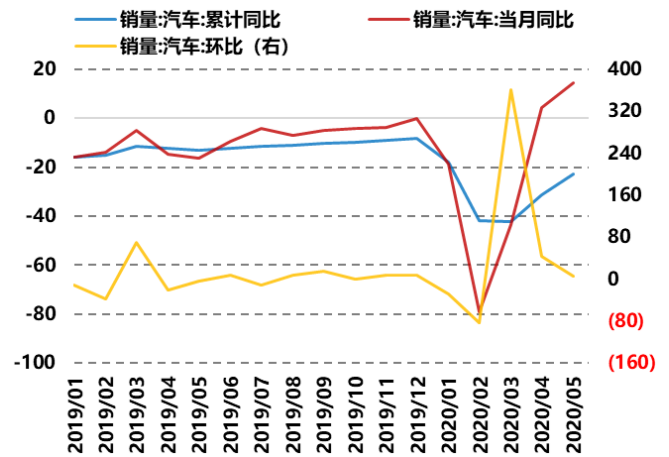


资料来源: 银保监会, 华创证券



**图表 14 5 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 5 月汽车销量增幅扩大 (单位: %)**


资料来源: 银保监会, 华创证券

## 二、资产端表现跟踪: 权益市场造好, 长端利率企稳回升

**5 月保险公司总资产平稳增长, 净资产有所下降。**5 月底保险公司总资产 22 万亿元, 较年初+6.9%。其中寿险公司总资产 18.2 万亿元, 较年初+7.3%; 产险公司总资产 2.4 万亿元, 较年初+3.9%。保险公司净资产 2.5 万亿, 较年初增长 2.3%, 较上月底有所下降 1.6%。

**5 月保险资金运用余额增长持稳, 债券配置增加。**截至 5 月末, 保险资金运用余额 19.7 万亿元, 较年初+6.3%。资产配置结构中, 股票和基金占比 13.3%, 较上月降 0.3pct; 银行存款占比 14.1%, 较上月降 0.2pct; 债券占比 34.6%, 较上月升 0.4pct; 其他投资占比 38%, 较上月升 0.1pct。

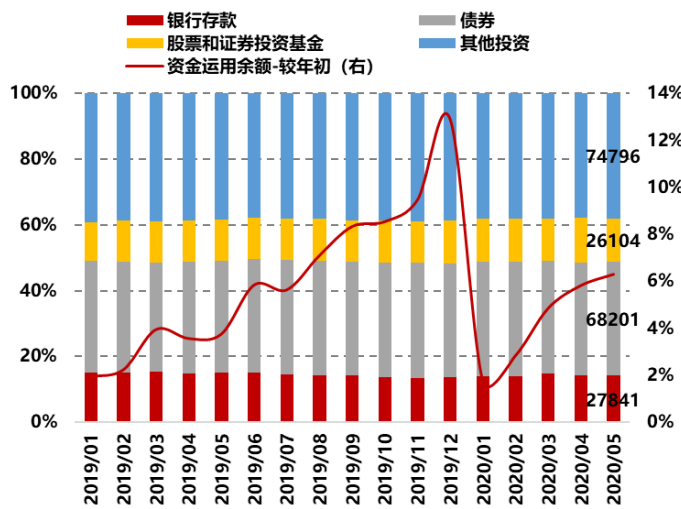
**5 月保险机构 (自有资金, 不含保险产品资金账户) 大量增持地方政府债。**截至 5 月末, 保险机构持有银行间债券余额 1.78 万亿元, 较年初+4.9%, 较上月增 639 亿元。主要券种持有结构来看, 国债占比 21%, 与上月持平; 地方政府债占比 15.5%, 较上月升 1.6pct; 国开债占比 25.6%, 较上月降 0.7pct; 政府机构支持债占比 11.1%, 较上月降 0.4pct; 商业银行次级债占比 11.9%, 较上月降 0.7pct。5 月保险机构净认购银行间债券 357.4 亿元, 同比+40.7%, 环比+3403.5%, 主要认购地方政府债 (300 亿元) 和国债 (56.4 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, 近几月结算利率中位数松动向下, 4 月、5 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资环境恶化。

**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。6 月继续企稳回升, 截至 6 月 29 日, 10 年期国债收益率较上月底震荡上行 14.5bp。750 日均仍处下行区间, 对今年行业利润增长造成压力。

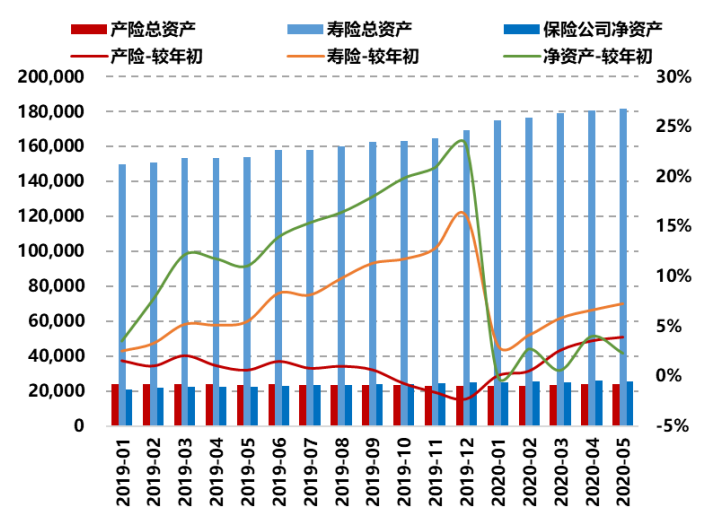
**6 月股市上涨, 债市下跌, 银行理财收益率震荡下行。**1 年期银行理财产品预期收益率震荡下行, 截至 6 月 19 日, 较 5 月底下行 15bp, 收于 3.95%。

图表 16 5 月保险资金运用余额增长持稳, 债券配置增加 (单位: 亿元)



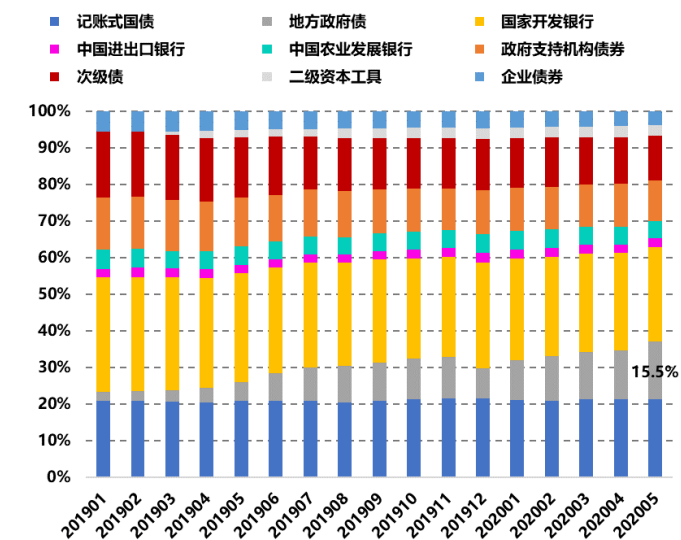
资料来源: 银保监会, 华创证券

图表 17 5 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

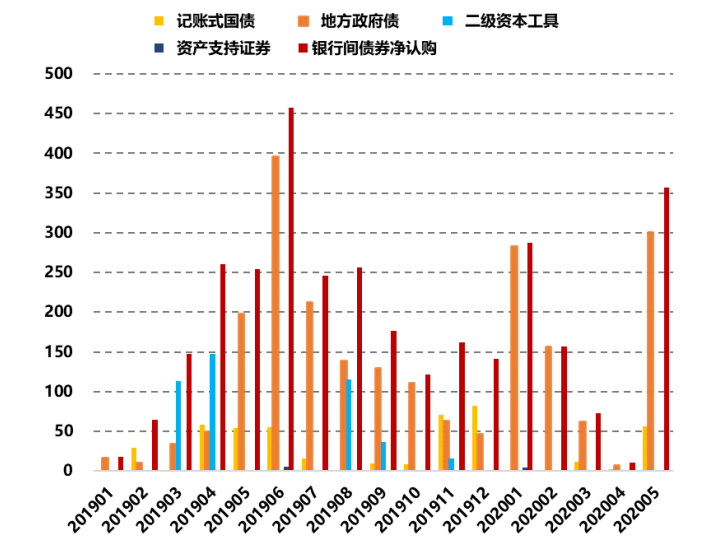
图表 18 保险机构持有银行间债券结构: 地方政府债占比继续上升



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

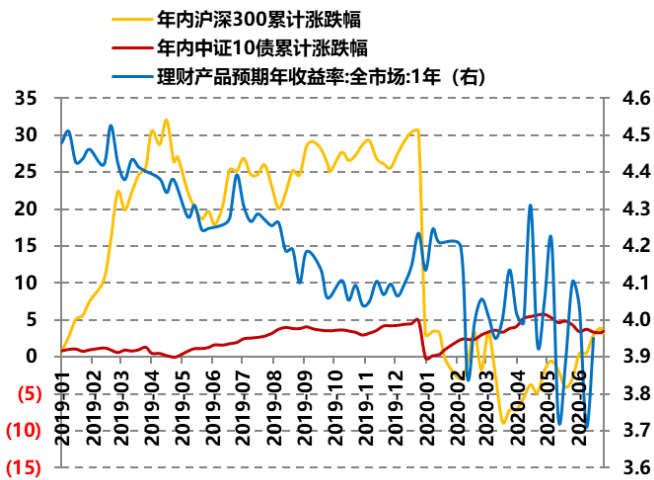
图表 19 保险机构净认购银行间债券金额: 5 月主要认购国债、地方政府债 (单位: 亿元)



资料来源: 中债信息网, 华创证券

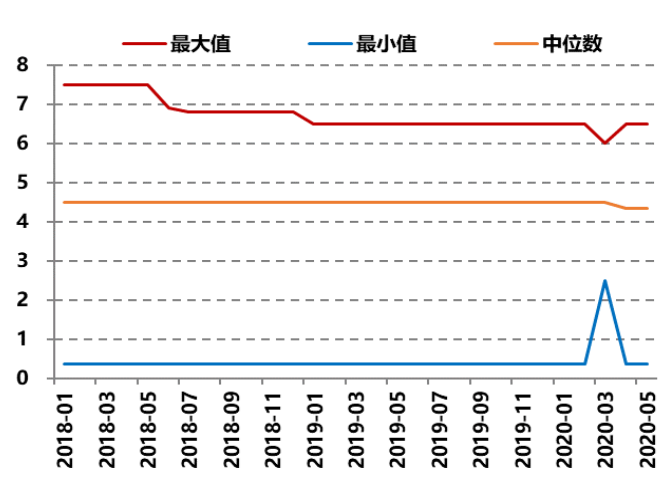
注: 指保险公司自有资金认购的债券, 不含保险产品资金账户

图表 20 6 月股市上涨, 债市下跌, 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, 4 月、5 月维持在 4.35% 的水平 (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 6 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

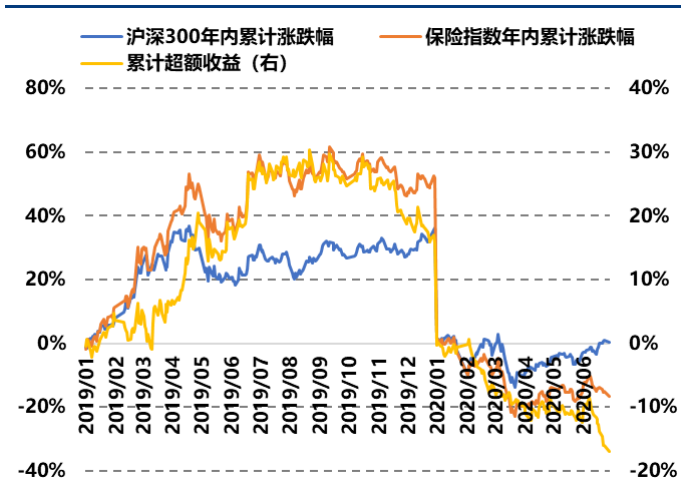
### 三、6 月行情复盘: 行情走势仍偏弱, 超额收益向下

截至 6 月 29 日, 保险指数较上月底上涨 0.75%, 跑输大盘 (沪深 300) 5.52pct, 表现位列 Wind 二级行业倒数第 2, 年初至今累计跌幅为 17.52%, 跑输大盘 18.47 个百分点。各公司 6 月单月涨跌幅分别为: -0.09% (太保)、0.3% (新华)、0.42% (平安)、1.93% (人保)、6.25% (国寿), 同期沪深 300 涨跌幅为 6.28%。

伴随着 6 月市场整体行情向好, 外资继续小幅流入中国平安。截至 6 月 29 日, 中国平安沪港通年内成交总额 1292 亿元, 累计净卖出额 60.8 亿元, 6 月单月净买入 14.11 亿元, 环比增长 1.38 倍。沪港通持股占平安流通股比重 7.47%, 较上月底上升 0.19pct。伴随着 6 月市场整体行情向好, 外资继续小幅流入中国平安。截至 6 月 29 日, 中国平安沪

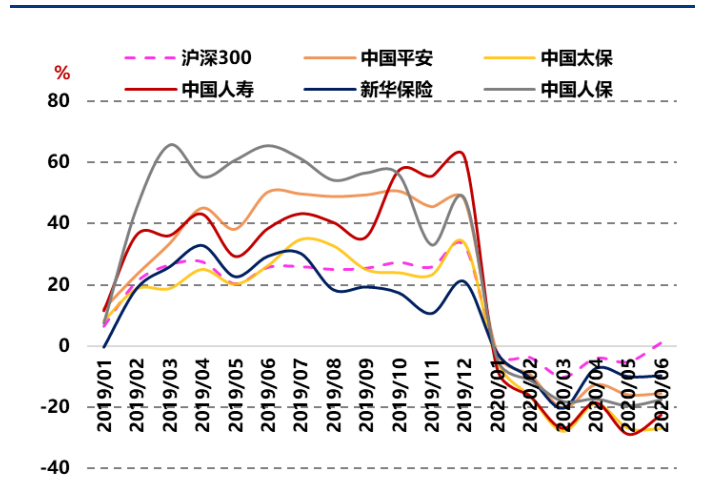
港通年内成交总额 1292 亿元, 累计净卖出额 60.8 亿元, 6 月单月净买入 14.11 亿元。截至 6 月 24 日, 沪港通持股占平安流通股比重较上月底上升 0.25pct。

图表 24 6 月保险指数跑输大盘, 超额收益向下



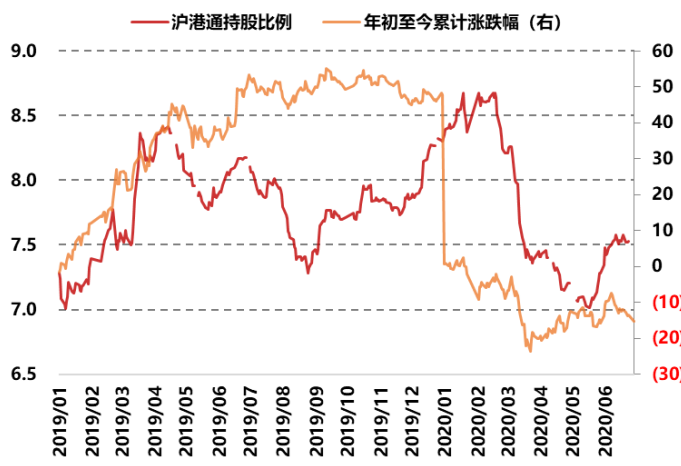
资料来源: wind、华创证券

图表 25 个股年初至今累计收益率: 1-6 月板块内标的均跑输大盘 (单位: %)



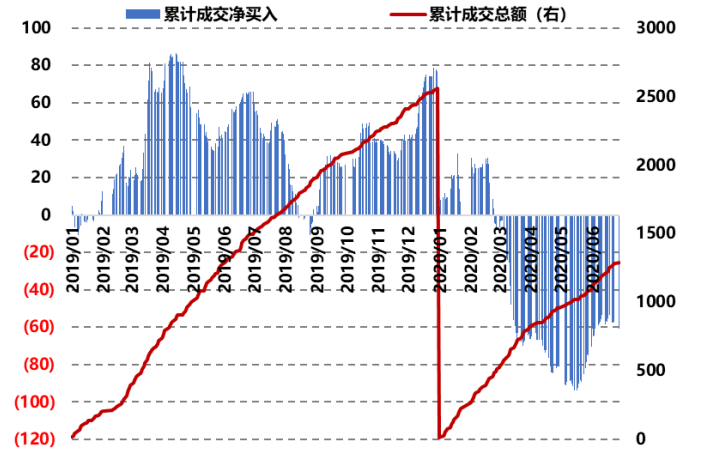
资料来源: wind、华创证券

图表 26 6 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: 6 月外资继续小幅流入 (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, 上市险企负债端业绩较 1 季度全面恢复反弹, 但也仍处于恢复过渡阶段。年内平安、太保 NBV 回复至正常水平正增长较难, 而新华处于转型初期, 业绩增长较大但价值积累效果不明显, 国寿增长较为乐观, 相对确定。预计全年新业务价值对 EV 贡献有限 (国寿除外)。而短期投资端相对乐观: 今年权益市场表现乐观, 消费医药等行业有较大的结构性行情, 加上去年权益市场高增带来的利润积累 (平安除外), 以及阶段性利率快速下行带来的债市行情。虽然今年有较高的税收补偿基数以及准备金折现率下行对利润造成压力, 但预计投资端表现可以对冲, 全年 EV 增长料将保持稳定。

长端利率的下行对于险资再投资和险资配置带来压力, 引发市场对未来利差收益的担忧, 进而对价值进行折价, 估值面临压力。假设今年十年期国债收益率中枢在 2.5% 左右, 对应保险公司的投资收益率假设下调 100BP, 静态测算下内含价值下降幅度 15%-20%, 1 倍 PEV 估值中枢将下移至 0.8 倍左右。实际上保险公司的价值敏感性并没有这么大, 而且相对短期的利率俯冲对于聚焦长期投资的险资而言, 也不能直接推导到长期收益率。在当前风险偏好整体降低, 对利率预期相对悲观的环境下, 我们以此来计算保险公司估值的安全边际。我们认为平安今年的估值中枢在 0.9 倍 PEV 左右, 平安内含价值 1.2 万亿中寿险内含价值占比 63%, 因而 100BP 回报率下降对其内含价值影响在 10% 左右, 国寿、新华估值中枢在 0.8 倍 PEV, 太保由于财产险公司负债久期较短, 对利率敏感性较小, 整体估值中枢在 0.85 倍 PEV 左右。

另外, 长端利率下行在短期内的负面影响不会体现为公司真实的业绩压力, 更多的是对于未来预期价值实现的担忧。对于投资端而言, 我国目前的利率水平和经济增长带来的投资机会尚能使得寿险行业处于盈利空间内, 未来亦有政策空间和市场机会 (如提升权益占比、海外投资占比等) 提升投资收益率以及缩短久期缺口对冲利率风险。

整体而言, 今年行业负债端还处于恢复性增长时期, 资产端面临不确定性引发的市场担忧并未消除, 保险股长期逻辑仍未形成, 估值或将继续筑底。各家公司亦面临着保险行业发展中的阶段性问题, 需通过战略调整和深化改革来实现破局, 这将成为行业持续一段时期的主基调。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。我们维持“中性”行业评级, 预计其或与市场基准指数保持  $\pm 10\%$  的收益空间。

**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	/
	MRQ	<b>0.82</b>	<b>0.62</b>	<b>0.67</b>	<b>1.08</b>	/
PEV	2020E	0.69	0.54	0.58	0.94	/
	2021E	0.58	0.46	0.49	0.81	/
	2022E	0.48	0.38	0.41	0.69	/
	BPS	2019A	14.36	19.70	28.10	36.83
PB	MRQ	<b>1.89</b>	<b>1.38</b>	<b>1.56</b>	<b>1.93</b>	<b>1.53</b>
	2020E	1.78	1.24	1.50	1.85	1.48
	2021E	1.67	1.13	1.44	1.68	1.35
	2022E	1.56	1.01	1.24	1.56	1.20

资料来源: wind、华创证券

\*2020 年 6 月 29 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【华创非银】											
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	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	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	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B险	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, 最新升级版	上市险企中首推的多倍重疾	金福人生停售后替代品, 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升级版, 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	福祿康瑞、嘉信后升级产品, 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 6 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
2020/6/12		市场准入-农险	中国银保监会发布《关于进一步明确农业保险业务经营条件的通知》	一是明确农险业务经营条件。从总公司和省级分公司两个层面分别制定农险业务经营条件。凡符合经营条件的保险机构均可在本地开展农险业务，无需向监管机构提出经营资格申请。二是提高农险业务经营标准，从依法合规、风险管控能力、农险服务能力、信息化水平等方面进一步提高了农险经营标准。三是建立完善退出机制。此外，《通知》还建立了农险经营综合考评机制，对保险机构农险经营管理情况进行动态评估。
2020/6/23	中国银行保险监督管理委员会令（2020 年第 8 号）	公司治理	中国银保监会发布《中国银保监会行政处罚办法》	《办法》从处罚管辖、查处衔接、处罚适用、人员问责、纪法衔接等方面出发，推动加大对违法违规行为的处罚力度。
2020/6/23	京银保监办发〔2020〕66 号	互联网保险	北京银保监局办公室关于保险网络直播和短视频风险提示的通知	保险机构开展保险短视频、直播销售活动，消费者可以通过视频提供的投保链接自主完成在线投保的，属于互联网保险业务。符合互联网保险业务监管规定的保险机构可以建立自营网络平台，如自建网站、APP 应用程序或在网络平台开设门店、小程序、公众号等，开展保险短视频、直播等形式的互联网保险业务活动。保险机构应充分“了解你的合作方”，识别和分析其保险短视频、直播运营模式，不得委托未取得合法资格的机构从事保险销售活动，不得以信息技术费用、推广费用、咨询费用等名义变相支付保险销售佣金。
2020/6/24	银保监发〔2020〕27 号	公司治理	中国银保监会关于开展银行业保险业市场乱象整治“回头看”工作的通知	《通知》明确，对连续三年市场乱象整治工作进行“回头看”。一看主体责任是否落实到位，二看实体经济是否真正受益，三看整改措施是否严实有效，四看违法违规是否明显遏制，五看合规机制是否健全管用。督促银行保险机构把普惠金融政策红利切实传导到民营小微企业，不断推动降低企业融资综合成本。持续深入开展宏观政策执行、股权与公司治理、业务经营、影子银行和交叉金融业务等领域违法违规问题排查。

资料来源：银保监会、华创证券

## 七、6 月行业重点新闻公告

6 月 1 日，中华保险集团与阿里巴巴集团在北京签署全面合作协议，双方将在全新保险核心系统建设等领域展开深度合作。

6 月 4 日，据上证报报道，银保监会财险部对《财产保险公司保险条款和保险费率管理办法》进行修订，财险公司应制定保险条款和保险费率开发管理制度。办法还明确合规负责人和总精算师相应的审查责任。



6 月 5 日，人社部发布《2019 年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》。公报显示 2019 年全年基本养老保险、失业保险、工伤保险三项社会保险基金收入合计 59130 亿元，比上年增加 2040 亿元，增长 3.6%；基金支出合计 54492 亿元，比上年增加 5285 亿元，增长 10.7%。

6 月 9 日，国寿集团发布公告称，已增持工商银行 H 股并举牌，本次交易为国寿集团通过港股二级市场买入工商银行 H 股股份，交易日期为 6 月 3 日。交易完成后，国寿集团合并持有工商银行 H 股 43.40 亿股，持股比例由 4.9944% 上升至 5.0001%。

6 月 9 日，据上证报报道，香港保监局公布的 2020 年一季度香港保险业临时统计数据显示，2020 年第一季度，香港保险业毛保费总额达到 1650 亿港元，较去年同期上升 10.9%。

6 月 9 日，银保监会中介部主任姜波表示，将加强综合金融销售政策研究，规范销售行为；即将发布《保险代理人监管规定》等文件，尽快出台《互联网保险业务监管办法》；已经启动制定《保险销售指引》等重要规范性文件，争取早日出台。

6 月 12 日，广百股份公告称，公司拟引入中国人寿资产管理有限公司为战略投资者与上市公司开展战略合作，中国人寿拟认购公司定增股票不超 7 亿元。

6 月 14 日，玖富公司公告称，其与中国财险因“玖富直贷项目”合同纠纷而正在互相诉讼。玖富公司诉人保财险未按规定支付服务费，要求赔偿未付服务费及滞纳金约 23 亿元人民币；人保财险要求玖富数科返还合作协议项下已支付的部分服务费和利息。

6 月 16 日，据上证报报道，监管部门已起草《加快财产保险业高质量发展三年行动方案（2020-2022 年）（征求意见稿）》，目前正在业内征求意见。根据征求意见稿，财险业高质量发展的四大基本原则是：坚持回归风险保障、坚持科技创新引领、坚持深化改革开放、坚持强化综合监管。总体目标是：到 2022 年，财险保费收入达到 1.7 万亿元，保险深度达到 1.5%，保险密度达到 1200 元，98% 以上的财险公司监管评级达到 B 级以上，努力实现结构合理、功能完备、治理科学、竞争有序的财险市场体系。

6 月 18 日，郭树清主席在陆家嘴论坛上表示，将增加新的机构投资者，批设更多银行理财子公司和保险资产管理公司，允许境外专业机构发起设立控股理财公司。

**6 月 19 日，银保监会允许友邦上海分公司改建为友邦全资持股的寿险子公司——友邦人寿，为我国首家被获批的外资独资人身保险公司。**

6 月 22 日，中国太保发行的 GDR 在伦敦证券交易所上市。本次发行的 GDR 共计 1.03 亿份，对应的基础证券为 5.14 亿股本公司 A 股股票，占总股本的 5.37%。GDR 的发行价格为每份 17.6 美元，募资总额 18.11 亿美元。此前公司公告称，此次 70% 以上的募集资金净额将会围绕保险主业，用于在境外发达市场及新兴市场择机进行股权投资、合作结盟及兼并收购，逐步发展境外业务；最多达 30% 或剩余的募集资金净额将依托公司境外投资平台，用于搭建海外创新领域投资平台，包括但不限于健康、养老、科技等方向。

6 月 22 日，君正集团公告，将华泰保险股份转让给安达天平再保险获得银保监会批复。

6 月 23 日，据上证报报道，银保监会人身险部日前要求各人身险公司报送发行资本补充债券有关情况，报送内容主要包括资本补充方式、各类资本补充债券发行和投资购买、对偿付能力的影响以及资本补充工具创新的建议等。

6 月 24 日，国家发改委、商务部发布《2020 年版外商投资准入负面清单》，取消寿险公司外资股比限制。

6 月 24 日，据上证报报道，为进一步细化《信用保险和保证保险业务监管办法》的各项要求，银保监会财险部组织起草了融资性信保业务保前保后管理操作指引，目前正在业内征求意见中。

6 月 24 日，顾家家居公告，百年人寿协议受让公司 6% 股份。

6 月 26 日，人保财险与人保寿险、人保健康签订股东出资协议，各方同意共同设立中保不动产。人保财险将以约 24.7 亿元认缴注册资本出资，持股比例为 50%。

## 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。

### 分析师：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
	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	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	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500