

# 保险

## 资负两端均有催化，底部估值配置价值凸显—2020年中期策略

短期板块快速上涨主要源自估值和基本面的背离。7月以来板块短期快速上涨，主要为估值与基本面的背离：负债表现较2-3月代理人无法线下展业时期已有明显的相对改善，同时长端利率由前期低点2.48%回升至2.8%以上，但6月底板块指数仅较3月底最低点上涨3.5%，完全没有反负债的相对改善和利率企稳的预期；此外市场对风格切换激烈讨论，且短期北向资金的快速流入。

**2018年以来复盘：弱势行情主导，估值中枢下移。**复盘2018年以来保险股走势，利率下行、负债承压的大环境下，保险股以弱势行情为主，但底部估值+基本面改善有明显超额收益机会。虽然以全球经验从更长周期看，保险股的估值中枢持续下移，但通过内含价值敏感性测算，上半年平均的P/EV隐含的对国寿、平安、太保、新华的长期投资收益率假设为4.14%、3.54%、3.51%、3.62%，意味着长端利率持续稳定在1.5%左右，当前经济基本面并不支持。因此未来三年左右的维度展望，今年上半年保险公司的估值水平将处于底部。

**上半年回顾：疫情下资负两端均明显承压。**2020年疫情使得代理人线下展业受阻，基于线下场景的保单销售受到明显影响，二季度开始逐步相对好转，展望中报，预计国寿、平安、太保、新华新单保费分别+21%、-12%、-25%、+29%；NBV分别15%、-18%、-31%、-11%。此外Q1保险公司面临利率及权益双承压，而Q2随着经济逐步回升，长端利率持续上行，且沪深300上涨达13%，中报预计投资端明显好转。

**行业展望：保障型产品竞争将走向何处？**对于一直以来持续跟踪的保障型产品的市场竞争格局动态，我们坚持前期的判断，行业价格的底线早已达到，竞争格局预计不会再显著恶化，但是中小公司的竞争持续存在。梳理看当前重疾的竞争已由价格竞争到保障竞争，即由显性竞争进入隐性竞争，而下半年预计整体的竞争动态将围绕重疾修订展开。

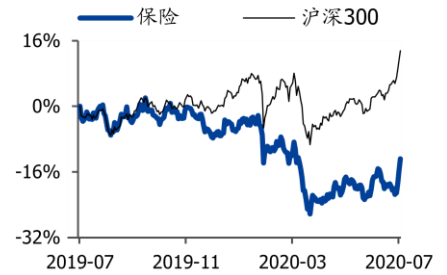
**下半年展望：资负两端均有催化，底部估值配置价值凸显。**资产端看，下半年长端利率仍有支撑，预计10年期国债到期收益率整体维持在2.7%-3.1%之间；同时长债扩容、“保债”回暖、举牌常态化以及险资获准参与衍生品及期货交易有助投资收益率相对稳定，海外经验看利率的短期变动对当期投资收益率的影响也并不显著。负债端看，人力的支撑、重疾“炒停”以及疫情影响的逐步恢复预计将使得负债延续相对改善态势。三季度负债延续修复，利率预期企稳，无论负债端或利率端基本不会再“重蹈覆辙”，当前估值修复仍有持续动力；四季度至明年一季度将会成为下一个更好的投资时点，预计各家对2021年“开门红”的准备将更加充分，且今年一季度保费基数相对较低，明年一季度行业有望实现负债的正增长，叠加估值切换因素，中性假设下测算，保险股整体较当前仍有25%以上的空间。

**投资建议：**当前投资端超预期、负债端持续相对改善，而由于估值与基本面的明显背离，以及市场和资金影响，板块仍然有持续上涨的动力。展望四季度至明年一季度，利率预期企稳，并叠加年底的估值切换以及对明年负债转好的预期，预计将延续修复行情，中性假设下测算板块仍有超过25%空间。**个股层面：**短期弹性关注中国人寿（2020年负债表现持续领先同业、中报优秀标的）、新华保险（二季度以来负债改善趋势明显，全年NBV有望转正）；中长期关注中国太保（估值处于历史绝对底部、GDR影响将逐步消除、中长期具备高弹性）、中国平安（稳健寿险龙头标的）。

**风险提示：**长端利率下行风险；负债表现不及预期风险；权益市场下行风险。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com

分析师 赵耀

执业证书编号：S0680519090002

邮箱：zhaoyao@gszq.com

### 相关研究

- 1、《保险：解密险资资产配置与投资偏好—投资端研究之一》2020-05-19
- 2、《保险：境外险资长期资产配置趋势研究—投资端研究之二》2020-05-19
- 3、《保险：2020年版重疾表征求意见 发生率整体下降 价格仍有空间》2020-05-08



## 内容目录

一、前言：短期板块快速上涨主要源自估值和基本面的背离	4
二、2018年以来复盘：弱势行情主导，估值中枢下移	5
三、上半年回顾：疫情下资负两端均明显承压	7
3.1 负债承压相对缓解，公司层面有所分化	7
3.2 利率环境承压，当前已明显转好	8
四、行业展望：保障型产品竞争将走向何处？	10
4.1 中小公司竞争策略：由价格竞争到保障竞争	10
4.2 下半年行业竞争围绕重疾修订展开	12
五、下半年展望：资负两端均有催化，底部估值配置价值凸显	15
5.1 利率预期企稳，投资不悲观	15
5.1.1 海外经验看，险企针对利率下行有不同应对方式	15
5.1.2 利率预期企稳，投资收益率有望维持相对稳定	18
5.2 负债延续改善，积极把握机会	19
5.3 后期保险股空间有多少？	20
风险提示	22

## 图表目录

图表 1: 国寿收盘价与沪深港通持股情况 (元)	4
图表 2: 国寿收盘价与沪深港通持股情况 (元)	4
图表 3: 2018 年以来保险股走势与大盘情况	5
图表 4: 上市险企及平均 P/EV 估值情况	6
图表 5: 上市险企估值隐含的投资收益率假设测算	6
图表 6: 上市险企及行业单月保费同比情况	7
图表 7: 平安寿单月保费收入及同比情况	7
图表 8: 上市险企代理人及同比情况 (万人)	8
图表 9: 平安寿代理人及环比增速情况 (万人)	8
图表 10: 上市险企净投资收益率情况	8
图表 11: 上市险企总投资收益率情况	8
图表 12: 10 年期中债国债到期收益率及季度变动情况 (%)	9
图表 13: 平安寿代理人及环比增速情况 (万人)	9
图表 14: 行业重疾新单保费收入及增速情况 (亿元)	10
图表 15: 行业重疾新单保费收入及增速情况 (亿元)	11
图表 16: 上市险企及中小公司健康险简单赔付率与长险占比	11
图表 17: 百年人寿重疾主力产品康惠保更迭情况	12
图表 18: 重疾定义修订情况对比	13
图表 19: 6 重度疾病病种 (2020 版定义) 发生率较 2007 版定义 (2006-2010 数据) 发生率降幅	14
图表 20: 28 重度疾病病种 (2020 版定义) 发生率较 25 病种 (2007 版定义, 2006-2010 数据) 发生率降幅	14
图表 21: 重大疾病定义及发生率修订工作历程	14
图表 22: 美国一般账户债券久期分布情况	15
图表 23: 美国一般账户债券评级情况	15
图表 24: 英国保险基金配置情况	16
图表 25: 日本寿险资产配置情况	16
图表 26: 台湾地区寿险资产配置情况	17
图表 27: 美国寿险一般账户净收益率及利率情况 (%)	17

图表 28: 日本寿险投资收益率及利率情况 (%) .....	17
图表 29: 英国保险业投资收益率及利率情况 (%) .....	18
图表 30: 新加坡寿险投资收益率及利率情况 (%) .....	18
图表 31: 10 年期以上地方政府债发行规模 (亿元) .....	18
图表 32: 保险资管成立的非标规模 (亿元) .....	18
图表 33: 10 年期国债到期收益率 (%) 与保险版块走势情况 .....	19
图表 34: 万能险结算利率具备优势 (%) .....	20
图表 35: 19 年上市险企 NBV 情况及 20 年预计值 (亿元) .....	20
图表 36: 上市险企 P/EV 估值情况 .....	21
图表 37: 上市险企估值及空间测算 .....	21

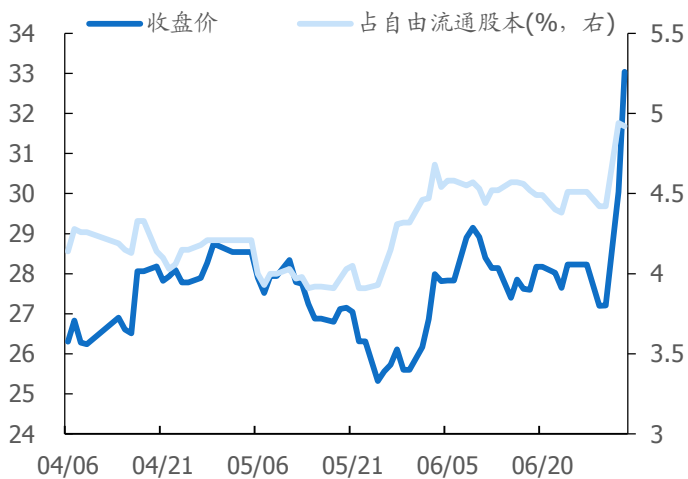
## 一、前言：短期板块快速上涨主要源自估值和基本面的背离

7月以来仅3个交易日，保险板块上涨10.4%，其中国寿、平安、太保、新华分别上涨21.4%、9.2%、12.7%、14.2%。

1) 市场层面看，对风格切换的讨论激烈，底部估值的券商板块在受资本市场改革推动以及业绩基本面改善驱动下实现连续上涨，并带动对低估值的金融地产板块的关注度提升。

2) 资金面看，北向资金快速流入，7月2号、3号连续两天分别净流入171亿元、132亿元；沪深港通对平安、国寿及新华的持股均达到4月以来的新高。

图表1：国寿收盘价与沪深港通持股情况（元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表2：国寿收盘价与沪深港通持股情况（元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 3) 基本面看，保险股估值的快速修复有基本面的支撑：

- 负债相对改善：2-3月受疫情影响最为严重，代理人线下展业受阻，承压险企单月新单预计-40%至-50%；当前疫情影响基本缓解，代理人线下活动逐步正常化，承压险企单月新单同比预计收窄至-20%至-30%，而部分险企实现持续的双位数增长。
- 利率企稳，投资端稳定：疫情及全球宽松政策带动利率快速下行，10年期国债低点达2.48%；但当前已回升超过40bps，基本稳定在2.8%以上。
- 估值处于历史底部：**6月30日板块指数仅较3月底最低点上涨3.5%**，相对基本面处于明显超跌状态，**股价基本没有反映负债的相对改善和利率企稳的预期**，且6月底国寿、平安、太保、新华分别为0.70倍、0.95倍、0.55倍、0.60倍P/EV，处于近3年9.1%、6.9%、0.5%、6.9%的分位水平，估值仍然处于历史底部。

## 二、2018年以来复盘：弱势行情主导，估值中枢下移

我们对2018年以来保险股的整体表现进行复盘，之所以从2018年初作为时点，主要是因为18年以来整个保险行业面临着持续相同的内外部环境：利率下行、负债承压。

- 利率端：10年期国债到期收益率由18年初的3.9%以上跌至20M4的低点2.5%，触及有史以来的低点，再度引起市场对保险公司“低利率”环境的担忧；
- 负债端：18年初134号文实行，叠加整体的经济下行致使对年金类产品的购买力下降，以及18年下半年开始中小公司在保障型产品方面的竞争不断升级，使得上市险企价值主力的保障型产品增长乏力。

**弱势行情为主，但底部估值+基本面改善有明显超额收益的机会：**总结来看，2018年以来保险股在大多数时候出于弱势行情，主要原因在于长端利率的压制以及新单负债表现承压。但是当保险股处在底部估值水平，同时基本面有明显的改善或改善预期，保险股同样可以获得显著的超额收益机会；且长逻辑方面，即便新业务价值贡献下滑以及投资收益率长期下行，当前看内含价值每年实现12-16%左右的增长仍然是基本可以得到保证的。

图表3：2018年以来保险股走势与大盘情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

对2018年以来保险股股价主要的影响因素，总结如下：

- 负债端表现是从年底开门红准备到一季度的主要驱动力；

1) 如开门红负债表现好：保险股估值有提升动力，且时点上估值切换，后期关注点逐步转至投资端，权益市场及长端利率的影响将逐步增加；

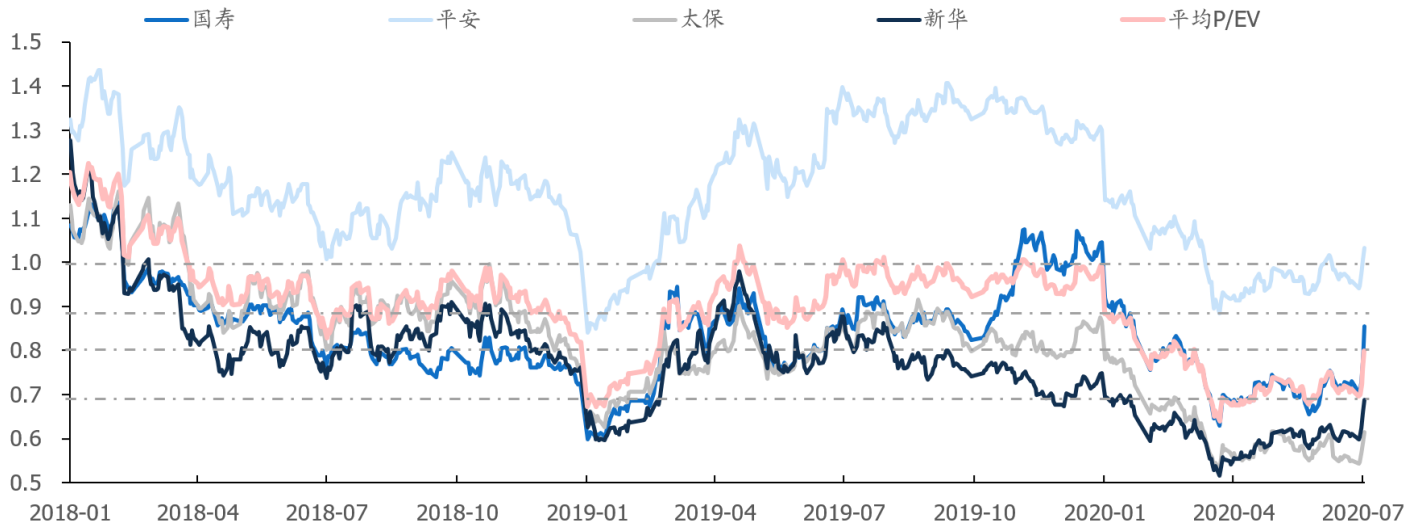
2) 如开门红负债表现承压：则股价承压，关注后期是否有新单改善的阶段性机会；

- 长端利率及权益市场走势同样是保险股股价的重要影响因素；此外短期业绩预期、事件及资金驱动可能会对板块及个股分化产生影响。



同时从 P/EV 估值角度看，上市险企的平均 P/EV 在 18 年整体维持在 0.9 倍左右；19 年降低至 0.8 倍左右；20 年疫情以后基本维持在 0.7 倍左右，2018 年以来保险股的估值中枢持续下移，最主要还是出于对 EV 长期投资收益率假设的较低认可度。

图表 4: 上市险企及平均 P/EV 估值情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**未来三年左右的维度展望，上半年保险公司的估值水平将处于底部：**以上半年上市险企的平均 P/EV 看，国寿、平安、太保、新华分别为 0.75 倍、1.00 倍、0.62 倍、0.61 倍，而 19 年底数据看，四家公司投资收益率每下降 50bp，对 EV 的影响分别为 -8.7%、-4.8%、-7.7%、-7.6%。考虑四家公司略有差异的长期投资收益率假设，以及平安、太保采取的分部估值，上半年平均的 P/EV 分别隐含的长期投资收益率假设为 4.14%、3.54%、3.51%、3.62%，意味着长端利率假设稳定在 1.5% 左右，而当前经济基本面并不支撑，因此未来三年左右的维度展望，今年上半年上市险企整体的估值水平会处于持续的底部。

图表 5: 上市险企估值隐含的投资收益率假设测算

假设测算	国寿	平安	太保	新华
合理估值	0.9	1.14	0.85	0.82
平均 P/EV	0.75	1	0.62	0.61
EV 投资敏感性(每下降 50bp)	-8.7%	-4.8%	-7.7%	-7.6%
隐含次年投资收益率	4.14%	3.29%	3.51%	3.12%
隐含长期投资收益率	4.14%	3.54%	3.51%	3.62%

资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 平安、太保均为集团层面测算;

### 三、上半年回顾：疫情下资产负债两端均明显承压

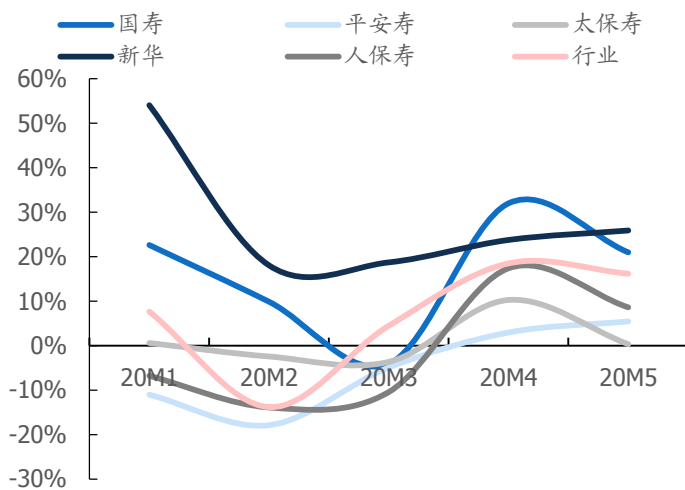
#### 3.1 负债承压相对缓解，公司层面有所分化

2020年受疫情影响，上市险企负债表现整体承压。由于疫情使得代理人线下展业受阻，基于线下场景的保单销售受到明显影响：

- 总保费角度，行业前5月人身险累计保费收入1.8万亿元，同比增速为5.9%；其中2月单月受疫情及春节时点影响，单月保费同比-13.8%；但4、5月均恢复至15%以上的增速；
- 新单保费角度，平安2-5月单月新单分别同比-28.9%、-21.9%、-6.0%、-3.5%，虽已呈明显改善趋势，但仍未实现单月同比转正；前5月累计新单保费同比-15.0%；
- 一季报看，国寿、平安、太保、新华新单保费分别同比16.5%、-16.3%、-31.1%、20.1%。

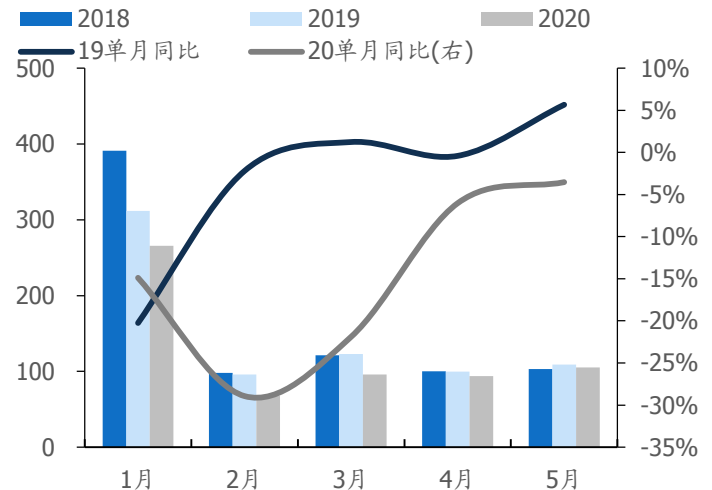
**展望中报，预计国寿、平安、太保、新华新单保费分别+21%、-12%、-25%、+29%；NBV分别15%、-18%、-31%、-11%。**

图表6：上市险企及行业单月保费同比情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表7：平安寿单月保费收入及同比情况（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

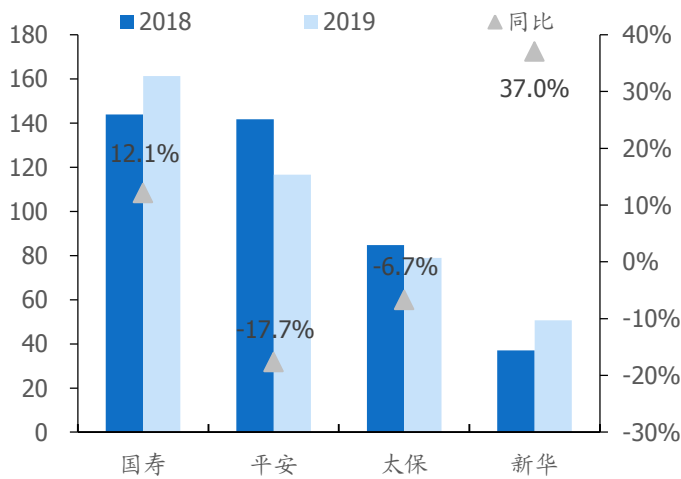
除了受到疫情直接影响以外，上市险企整体保费增速承压主要来自几个方面：

- 年金类产品购买力下降：疫情对经济增长及部分行业形成一定冲击，部分社会群体收入水平下降，降低对年金类产品的购买力；
- 保障型产品竞争仍较为激烈：价值的主力来源保障型产品方面，中小公司仍形成持续的竞争压力；
- 代理人基数的差异：

- 1) 平安、太保2019年人力整体呈现脱落态势：平安、太保2020年初代理人数量分别较2019年初下降17.7%、6.7%；平安20Q1继续环比下滑3.0%至113.2万人；

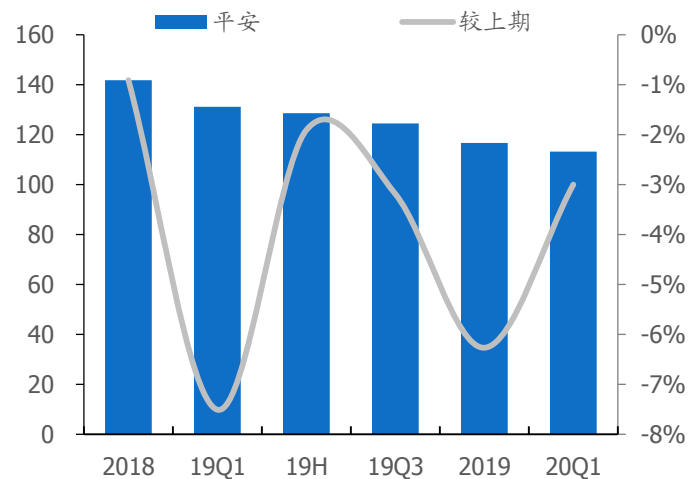
- 太保预计 20Q1 代理人数量相对稳定。
- 2) 国寿延续较强的增员势头：19 年底公司银保规划师队伍转入个险渠道，净转入人数约 10 万人，同时 20 年以来持续延续增员势头。
  - 3) 新华人力高位稳定：19 年下半年公司人力增长超过 30% 达到 50 万人以上，当前人力预计整体维持在 50 万人的平台上。

图表 8: 上市险企代理人及同比情况 (万人)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 平安寿代理人及环比增速情况 (万人)

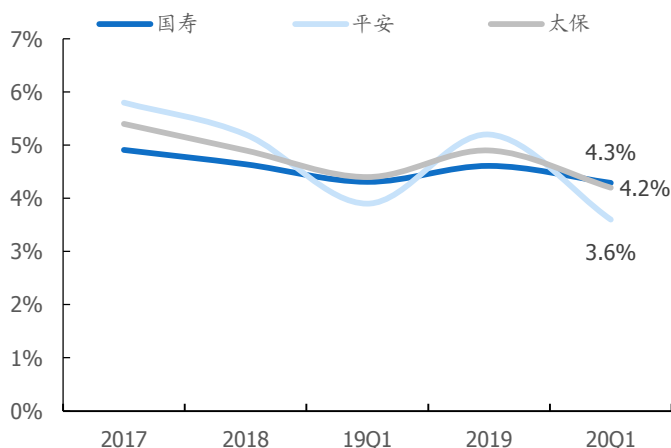


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.2 利率环境承压, 当前已明显转好

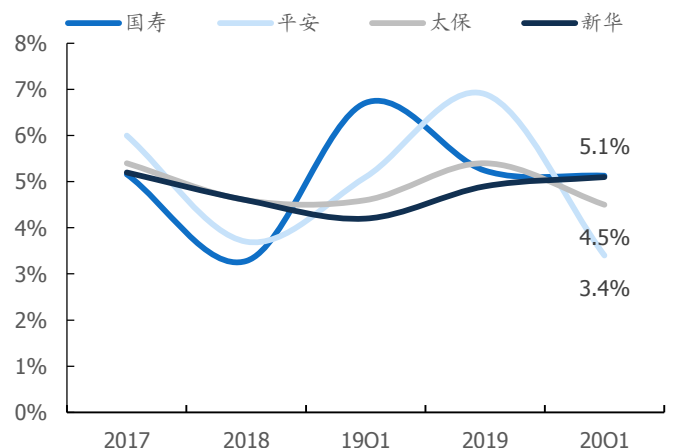
**20Q1 利率及权益双承压, 保险公司投资收益率整体有所下滑:** 利率端看, 20Q1 十年期国债到期收益率由年初的 3.15% 快速下降至 2.59%, 降幅达 56bps, 给保险公司后期固收类资产再投资造成一定压力, 同时疫情影响非标成立规模短期明显下降; 权益市场方面, 19Q1 沪深 300 上涨达 28.6%, 而 20Q1 下跌 10.0%。20Q1 上市险企国寿、平安、太保净投资收益率分别为 4.3%、3.6%、4.2%, 同比分别+0.0%、-0.3%、-0.2%; 国寿、平安、太保、新华总投资收益率分别为 5.1%、3.4%、4.5%、5.1%, 同比分别-1.6%、-1.7%、-0.1%、+0.9%。

图表 10: 上市险企净投资收益率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 上市险企总投资收益率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所



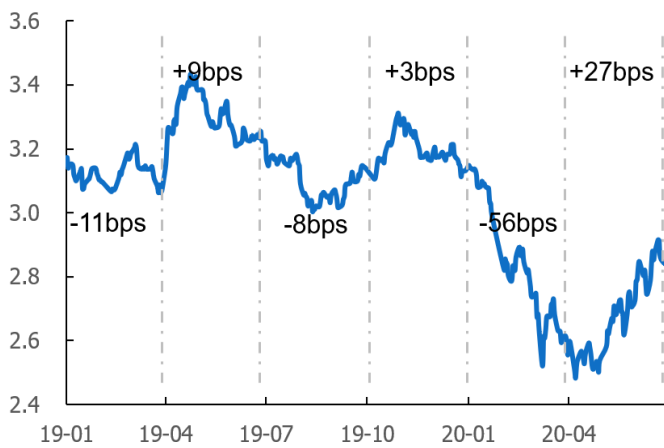
二季度利率环境及权益市场向好，中报预计投资端明显好转：

1) 二季度经济逐步呈现回升趋势，PMI持续改善，出口、经济、信贷数据逐步确认，以及对货币政策的预期，十年期国债到期收益率持续上行，单季度上行27bps；

2) Q2沪深300上涨13.0%，补回Q1缺口，且19Q2同期沪深300小幅下跌1.2%；非标成立规模也有明显同比增长。

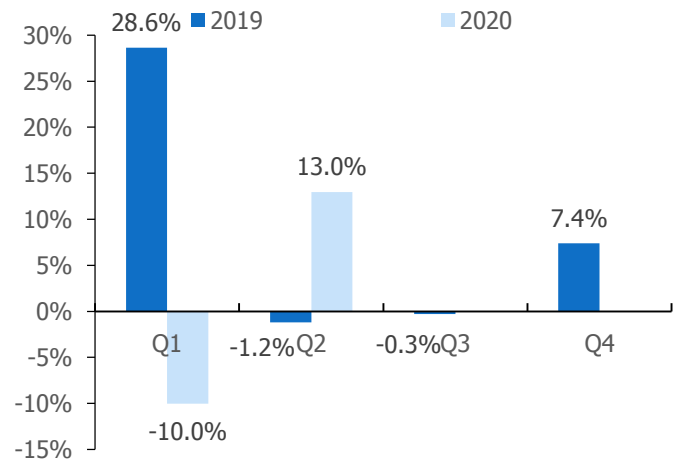
预计中报国寿、平安、太保、新华总投资收益率分别为**5.2%、4.5%、4.7%、5.2%**，较Q1出现明显改善。

图表 12: 10 年期中债国债到期收益率及季度变动情况 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 平安寿代理人及环比增速情况 (万人)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 四、行业展望：保障型产品竞争将走向何处？

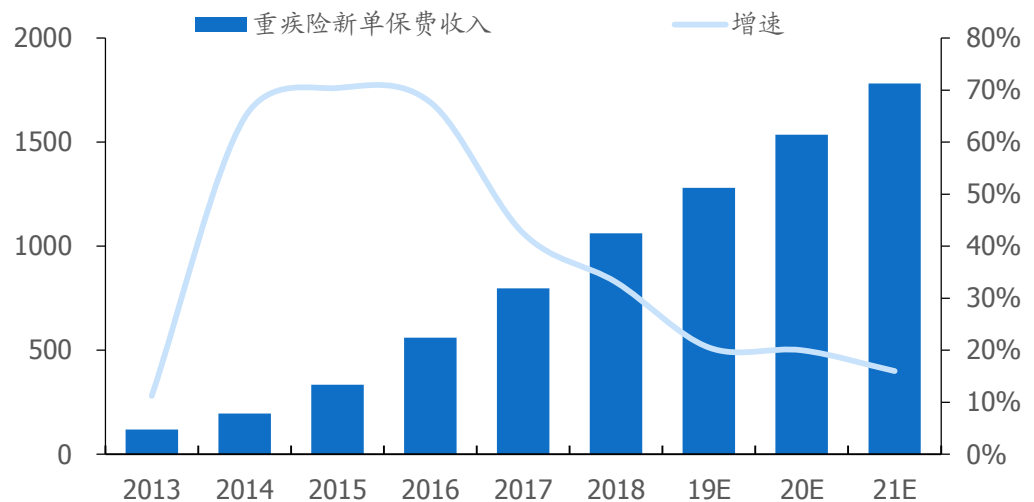
### 4.1 中小公司竞争策略：由价格竞争到保障竞争

对于上市险企而言，重疾险基本贡献了半数以上的NBV，部分公司测算预计贡献达到80%以上；同时重疾也是各公司除了开门红期间最主要推动的产品。我们一直以来持续跟踪保障型产品的市场竞争格局动态，对于以重疾为代表的保障型产品市场格局，我们坚持前期的判断，行业价格的底线早已达到，竞争格局预计不会再显著恶化，但是中小公司的竞争持续存在。

对于重疾的价格及市场竞争，主要可以分为三个阶段：

- 2013年及以前：行业重疾险每年新单基本不足百亿，以大型险企为主，集中度较高，2013年下半年人身险费改推进以及《中国人身保险业重大疾病经验发生率表(2006-2010)》的发布，使得重疾走向多元化发展。
- 2014-2015年：华夏人寿推出并持续升级常青树系列产品，定位为“性价比最高的重疾险”，价格较当时以大型寿险公司为主的产品便宜20%以上，且保障同样具备优势，行业重疾新单的规模也出现了较为显著的增长；此后也有部分中小公司逐步在线上渠道推出高性价比的重疾产品，但影响较为有限；上市险企在此阶段大力推动保障型产品发展。
- 2018年4月，“老七家”中的太平推出了大公司同业中具备较高性价比的“福禄康瑞”使得行业价格战逐步进入白热化；此后以18-19年以百年、复星、光大永明为代表，以及20年以来及以横琴、信泰为代表的中小公司持续推出高性价比的重疾产品。

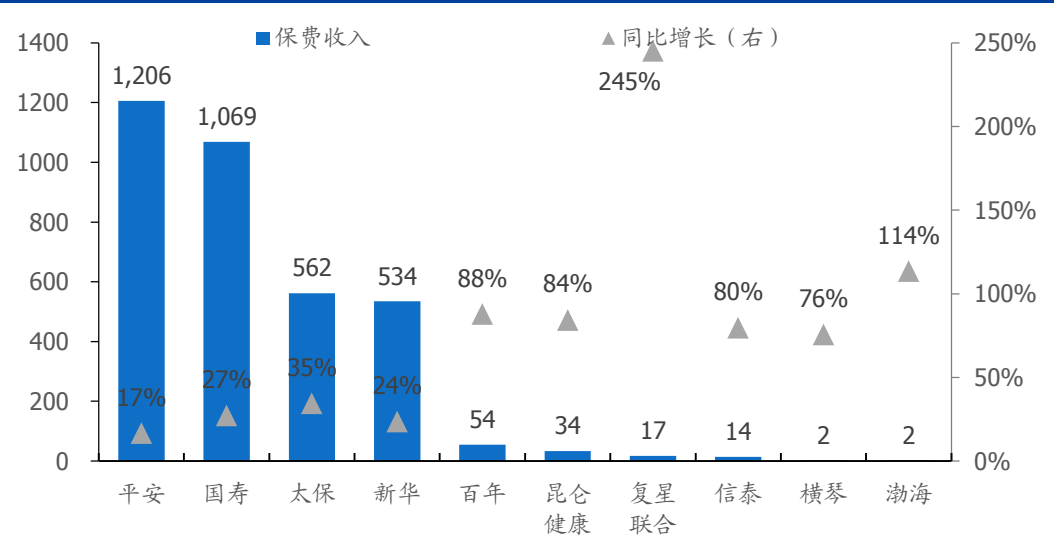
图表 14：行业重疾新单保费收入及增速情况（亿元）



资料来源：中再寿险，国盛证券研究所

**部分中小公司19年健康险保费实现远超行业的增速：**19年人身险公司健康险保费收入6225亿元，同比增长27.6%；上市险企的健康险保费增速在17%-35%之间；而百年、昆仑健康、复星联合健康、信泰等公司，通过销售较高性价比的重疾产品，实现健康险保费的高速增长，同比增速均达到80%以上。

图表 15: 行业重疾新单保费收入及增速情况 (亿元)

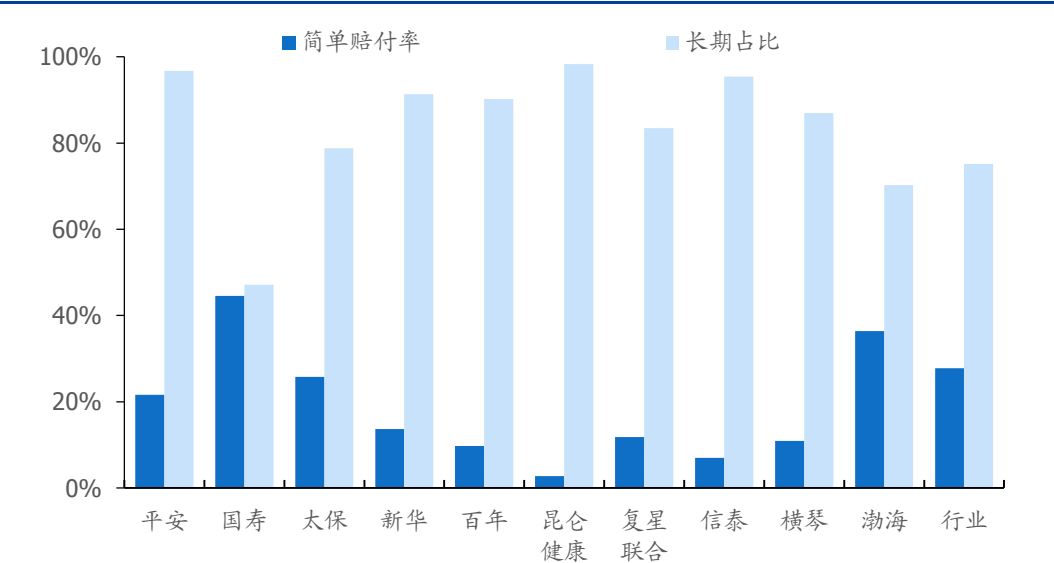


资料来源: 银保监会, 公司公告, 国盛证券研究所

简单赔付率角度看, 短险业务占比较高的公司简单赔付率较高, 长险快速增长的公司简单赔付率显著低于行业水平:

- 行业健康险保费中长险占比 75.2%, 大部分公司健康险以长险为主, 长险占比通常在 90%以上; 部分公司由于团险业务、短期医疗险、大病保险等规模较高, 短险占比高于行业。中小公司通过高性价比重疾险快速上量, 长期险占比明显高于行业。
- 由于上市险企长期坚持保障型产品为主, 部分存量保单逐步进入理赔周期, 因此简单赔付率相对较高; 而中小公司刚发力且保费增速较快, 因此短期赔付较低, 简单赔付率显著低于行业, 当期赔付不显著同样也是中小公司持续发力的原因之一。

图表 16: 上市险企及中小公司健康险简单赔付率与长险占比情况



资料来源: 银保监会, 公司公告, 国盛证券研究所

重疾险的竞争大致分为两个阶段: 从价格竞争到保障竞争:

- **低价策略试探行业价格底线**：2018年-2019年上半年，中小公司不断推出不带返还或仅返还保费以及定期形式的重疾，显著降低产品件均；并持续以降价的同时提升保障的趋势推出新款重疾险，试探行业价格的底线。在再保压力、偿付能力要求以及长期资产配置压力之下，重疾产品价格已经没有下降空间，单纯的价格比拼没有办法使公司产品具备更大的吸引力。
- **当前中小公司的策略主要为提升价格但具备相对吸引力的同时提升保障，即由显性竞争转向隐性竞争**。此后新推出的重疾产品，基本是提升保障的同时加保费，最典型的提升保障的模式为加保额（重症、中轻症的赔付比例），目前行业中已有数款60周岁前额外增加80%保额的重疾产品。

图表 17: 百年人寿重疾主力产品康惠保更迭情况

公司	百年	百年人寿	百年人寿	百年人寿	百年人寿	
产品	康惠保（停售）	康惠保旗舰版	童佳倍尊享版（停售）	康惠保2020（超惠保）	康惠保2.0	
上线时间	2017年7月	2018年10月	2018年11月	2019年9月	2020年5月	
基本信息	等待期	180天	90天	90天	180天	
	保险期限	70岁/终身	70岁/终身	终身	70岁/终身	
	缴费期	10/15/20/30年	10/15/20/30年	3/5/10/15/19/20年	5/10/15/20/30年	5/10/15/20/30年
	投保年龄	28天-55周岁	28天-55周岁	28天-60周岁	28天-55周岁	28天-50周岁
基本保障内容	重疾	100种，100%保额×1次	100种，100%保额×1次	100种，分5组×100%保额	100种，100%保额×1次（前10年150%保额，11-15年135%保额，轻中症赔付后重疾保额递增25%）	100种，100%保额×1次（60岁前160%保额）
	中症	-	20种，50%保额×最多2次	20种，60%保额×最多2次	20种，60%保额×最多2次	25种，60%保额×最多2次
	轻症	【可选】30种，1次×25%保额	35种，最多3次×30%保额	35种，最多3次×35/40/45%保额	35种，最多3次×35/40/45%保额	48种，最多3次×40%/45%/50%保额
	其他	-	中、轻症豁免余期末交保费	重、中、轻、前症豁免余期末交保费	中、轻症豁免余期末交保费	重、中、轻、前症豁免余期末交保费
特色保障	-	重疾绿通服务（单张保单保额大于20万）/海外二次诊断（单张保单保额大于40万）	12种前症20%保额	重疾绿通服务（单张保单保额大于20万）/海外二次诊断（单张保单保额大于40万）	前症12种，15%保额赔付；重疾绿通/直付先赔（单张保单保额大于20万）	
费用测算（30岁男）	20年/50万/70岁/纯重疾	3400（不含轻症） 4550（含轻症）	4132 4386（返保费）	-	不可选纯消费型及返保费 5305（返保额）	不可选纯消费型 6905（返保额）
	20年/50万/终身/纯重疾	5850（不含轻症） 7650（含轻症）	6573 7640（返保费）	11670（返保额）	6570 7765（返保费） 10115（返保额）	7980 12075（返保额）
特点	性价比极高的纯消费型重疾（不含可选轻症价格便宜）	降价同时提升保障，纯消费型外推出返还保费型	行业首款前症赔付产品，重症最多5次赔付，19年2月停售。	终身版降价提升保障，同时推出返保额版；至70岁必选返保额版。	保障再度提升，价格提升；	

资料来源：公司公告，保险师，国盛证券研究所

## 4.2 下半年行业竞争围绕重疾修订展开

对于下半年行业竞争的趋势变化，将会和重疾修订密切相关。

**重疾定义修订情况**：保险行业协会就《重大疾病保险的疾病定义使用规范》进行修订，并于2020年3月底及6月初分别向行业及社会开展征求意见，对社会的征求意见截止至7月1日，预计将在三季度可能7-8月正式推出修订版规范。

**主要变动**：1) 高度关注的点：重症中剔除轻度的甲状腺癌、轻症中剔除轻度原位癌、轻症设置30%最高赔付上限。2) 保障范围进一步扩展，由原25种重疾增加为28种重疾+3种轻症。3) 赔付条件更为合理，放宽了部分定义条目赔付条件；4) 引用标准更加

客观权威，尽可能采用可以量化的客观标准或公认标准、减少主观判断；5) 描述更加规范统一。

**上一轮 07 版定义的过渡期将近 5 个月：**上一轮重疾定义使用规范为 2007 年版，发布日期为 07 年 4 月 3 日，文件要求 07 年 8 月 1 日之后市场所销售的重疾产品必须遵照统一定义，即过渡期为接近 5 个月。

图表 18: 重疾定义修订情况对比

修订前	一次征求意见	二次征求意见
无	<p>保险公司设计重大疾病保险产品时，所包含的本规范中的轻度疾病的保险金额应不高于所包含的本规范中的重度疾病保险金额的 <b>20%</b>。</p>	<p>2.2 保险公司设计重大疾病保险产品时，所包含的本规范中的每种轻度疾病累计保险金额分别不应高于所包含的本规范中的相应重度疾病累计保险金额的 <b>30%</b>；<b>如有多次赔付责任的，轻度疾病的单次保险金额还应不高于同一赔付次序的相应重度疾病单次保险金额的 30%，无相同赔付次序的，以最近的赔付次序为参照。</b></p>
<p>下列疾病不在保障范围内：</p> <p>(1) 原位癌；</p> <p>(2) 相当于 Binet 分期方案 A 期程度的慢性淋巴细胞白血病；</p> <p>(3) 相当于 Ann Arbor 分期方案 I 期程度的何杰金氏病；</p> <p>(4) 皮肤癌（不包括恶性黑色素瘤及已发生转移的皮肤癌）；</p> <p>(5) TNM 分期为 T1N0M0 期或更轻分期的前列腺癌（注）；</p> <p>(6) 感染艾滋病病毒或患艾滋病期间所患恶性肿瘤。</p> <p>注：如果为女性重大疾病保险，则不包括此项。</p>	<p>下列疾病不属于严重恶性肿瘤，不在保障范围内：</p> <p>1、ICD-O-3 肿瘤形态学编码属于 0（良性肿瘤）、1（动态未定性肿瘤）、2（原位癌和非侵袭性癌）范畴的疾病，如：</p> <p>a.原位癌，癌前病变，非浸润性，非侵袭性，未侵犯基底层，上皮内瘤变等，不典型性增生等；</p> <p>b.交界性肿瘤，交界恶性，低度恶性潜能，潜在低度恶性肿瘤等；</p> <p>2、<b>TNM 分期为 I 期或更轻分期的甲状腺癌；</b></p> <p>3、TNM 分期为 T1N0M0 期或更轻分期的前列腺癌；</p> <p>4、黑色素细胞瘤以外的未发生淋巴结和远处转移的皮肤癌；</p> <p>5、相当于 Binet 分期方案 A 期程度的慢性淋巴细胞白血病；</p> <p>6、相当于 Ann Arbor 分期方案 I 期程度的何杰金氏病；</p> <p>7、未发生淋巴结和远处转移且 WHO 分级为 G1 级别（有丝分裂数<math>&lt;2/10</math> HPF 和 <math>ki-67 \leq 2\%</math>）或更轻分级的神经内分泌肿瘤。</p>	<p>下列疾病不属于严重恶性肿瘤，不在保障范围内：</p> <p>1、ICD-O-3 肿瘤形态学编码属于 0（良性肿瘤）、1（动态未定性肿瘤）、2（原位癌和非侵袭性癌）范畴的疾病，如：</p> <p>a.原位癌，癌前病变，非浸润性癌，非侵袭性癌，肿瘤细胞未侵犯基底层，上皮内瘤变，细胞不典型性增生等；</p> <p>b.交界性肿瘤，交界恶性肿瘤，肿瘤低度恶性潜能，潜在低度恶性肿瘤等；</p> <p>2、<b>TNM 分期为 I 期或更轻分期的甲状腺癌；</b></p> <p>3、TNM 分期为 T1N0M0 期或更轻分期的前列腺癌；</p> <p>4、黑色素瘤以外的未发生淋巴结和远处转移的皮肤恶性肿瘤；</p> <p>5、相当于 Binet 分期方案 A 期程度的慢性淋巴细胞白血病；</p> <p>6、相当于 Ann Arbor 分期方案 I 期程度的何杰金氏病；</p> <p>7、未发生淋巴结和远处转移且 WHO 分级为 G1 级别（核分裂像<math>&lt;10/50</math> HPF 和 <math>ki-67 \leq 2\%</math>）或更轻分级的神经内分泌肿瘤。</p>

资料来源：保险业协会，国盛证券研究所

**对于发生率的修订，将会使得行业重疾险整体有价格下降的空间：**5月初，精算师协会就《中国人身保险业重大疾病经验发生率表（2020）（征求意见稿）》向行业征求意见。除女性部分中年年龄段外，男女各年龄段的重疾发生率均有较为明显的下降，平均看整体发生率降幅在 20%左右；预计为甲状腺癌发生率逐年显著提升导致女性中轻年龄段恶化显著。对价格方面，仅考虑一次征求意见的病种修订及发生率修订，不考虑其他定价及公司层面对价格的影响，则预计：

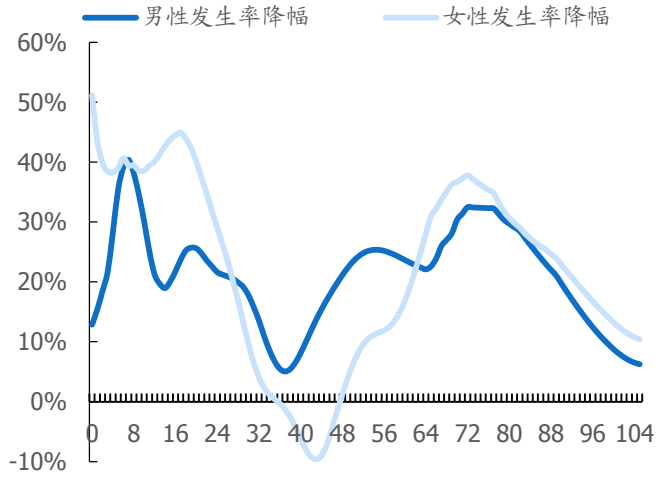
- 上市险企终身带保额返还型的重疾，男性价格降 2%，女性下降 6-7%；
- 中小公司互联网渠道产品，带轻症责任且返还保费，预计男性价格降 5%，女性下降 11-12%；
- 部分中小公司推出的 30 年定期，身故带保费返还、无轻症责任的重疾产品，男性价格降低 10%，女性价格下降 30%。

对于不同类型产品价格变动的差异，主要的原因在于：1) 男女性别差异，不同性别重



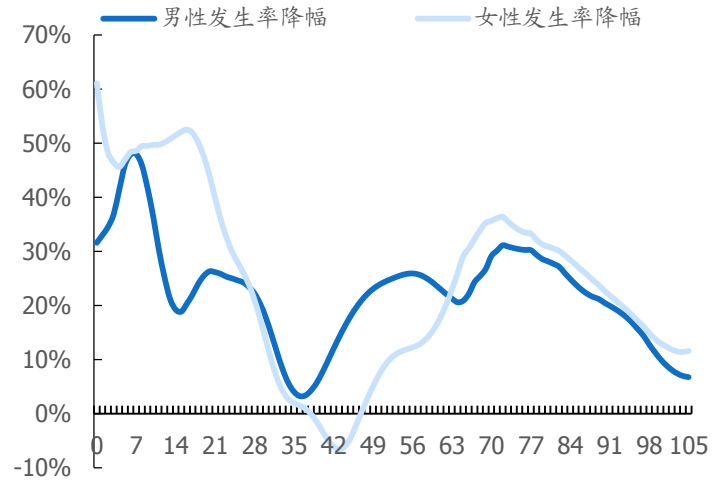
疾发生率变动不同，女性更高发的甲状腺癌轻症对女性产品价格下降更为明显；2)身故责任保费/成本占比不同，返保额产品身故责任保费/总成本更高，对重疾病种和发生率变动的敏感性下降；3)新定义下轻症发生率大幅提升；4)定期产品及终身产品差异，定期产品影响更大。

图表 19: 6 重度疾病病种 (2020 版定义) 发生率较 2007 版定义 (2006-2010 数据) 发生率降幅



资料来源: 精算师协会, 国盛证券研究所 注: 横轴为年龄

图表 20: 28 重度疾病病种 (2020 版定义) 发生率较 25 病种 (2007 版定义, 2006-2010 数据) 发生率降幅



资料来源: 精算师协会, 国盛证券研究所 注: 横轴为年龄

图表 21: 重大疾病定义及发生率修订工作历程

时点	事件
2019 年初	精算师协会开展重疾经验发生率表修订工作
2020 年 3 月 31 日	《重大疾病保险的疾病定义使用规范修订版 (征求意见稿)》在保险行业内征求意见
2020 年 5 月 7 日	精算师协会形成《中国人身保险业重大疾病经验发生率表 (2020) (征求意见稿)》，并向全行业征求意见
2020 年 6 月 1 日	形成《重大疾病保险的疾病定义使用规范修订版 (公开征求意见稿)》，并正式向社会公开征求意见
2020 年 7 月 1 日	公开征求意见稿意见反馈截止
2020 年 3 季度	预计三季度中，重大疾病定义及发生率将正式下发，保险公司逐步设计上新产品，并在过渡期以后对老产品进行停售。

资料来源: 保险业协会, 国盛证券研究所

预计三季度重疾病种和发生率修订正式文件将一并推出，并给予公司及市场一定时间的过渡期。

- **对上市险企而言:** 主力产品直接降价幅度较为有限，且会降低公司产品的件均保费，因此预计公司更多以增加保障+服务的形式应对，维持价格的相对稳定。
- **对中小公司而言:** 预计公司将在产品切换期间可能会对策略进行调整，如前期部分风险较大的产品进行停售或升级，以应对长期的潜在风险。
- 行业竞争格局方面，预计下半年重疾炒停期间整体行业景气度会有明显上升，而个别中小公司可能在此期间推出更为激进的产品及销售举措。

## 五、下半年展望：资产负债两端均有催化，底部估值配置价值凸显

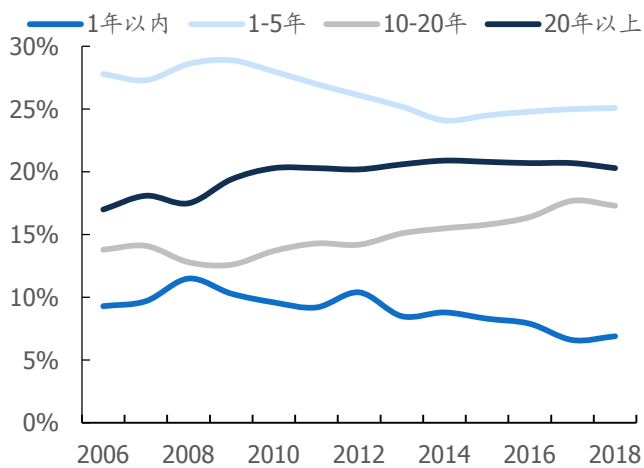
### 5.1 利率预期企稳，投资不悲观

#### 5.1.1 海外经验看，险企针对利率下行有不同应对方式

**美国：通过超长久期及适度提升信用风险容忍度以获取溢价。**美国寿险资金分一般账户与独立账户，一般账户配置稳健以固收类为主；独立账户80%左右配置股票。美国在近十多年利率持续下行的背景下，主要通过以下两种方式应对：

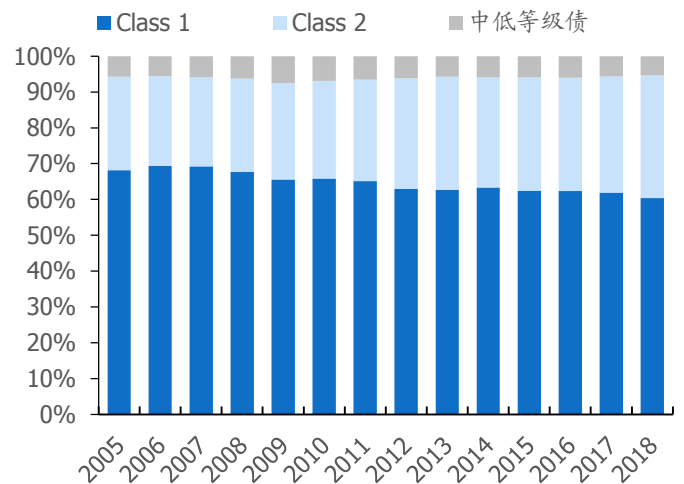
- **持续提升固收资产久期：**美国险资固收资产平均久期预计在15年以上，其中剩余久期10年以上的占比从06年的30.8%提升至18年的37.6%。
- **适度提升信用风险容忍度：**高等级债券占比稳定在94%左右，但CLASS1逐步下降，由06年的69.1%下降至18年的60.4%，而CLASS2持续提升，同期由26.1%提升至34.1%。

图表 22: 美国一般账户债券久期分布情况



资料来源: ACLI, 国盛证券研究所

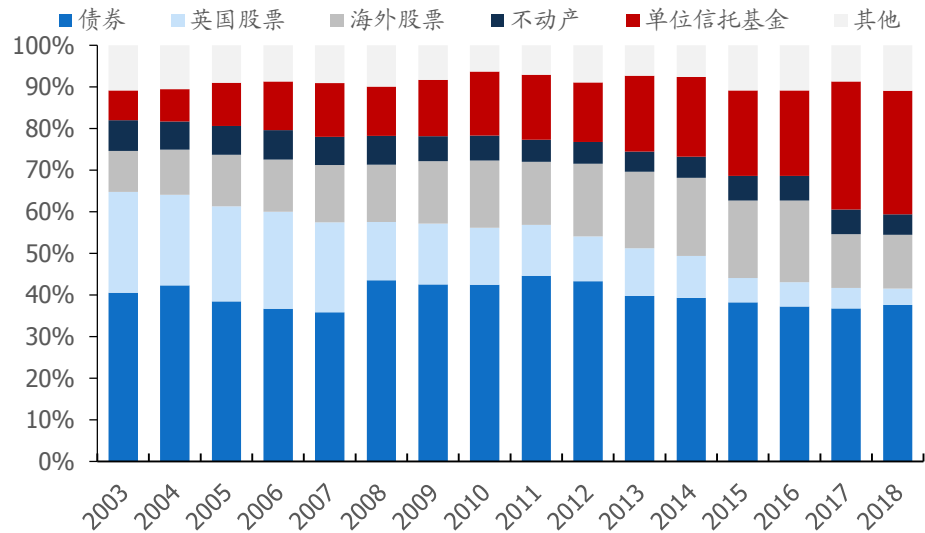
图表 23: 美国一般账户债券评级情况



资料来源: ACLI, 国盛证券研究所

**英国：通过逐步增加权益类资产配置和境外资产配置的方式应对持续下行的利率环境。**英国在投资端监管不同于一般国家的大类比例限制方式，而是更为宽松，以审慎监管和偿付能力要求间接监管投资业务。随着基金连锁保险（Unit-linked Insurance）保费规模的快速扩张，英国保险基金中投资权益市场为主的单位信托基金（Unit Trusts）的比例从2003年的7.2%提升至2017年的23.5%，成为最主要的投资方式；而整体权益类资产配置持续超过40%。此外英国境外资产配置占比也持续提升，13年英国保险业境内业务部分的境外投资比例已经超过25%。

图表 24: 英国保险基金配置情况

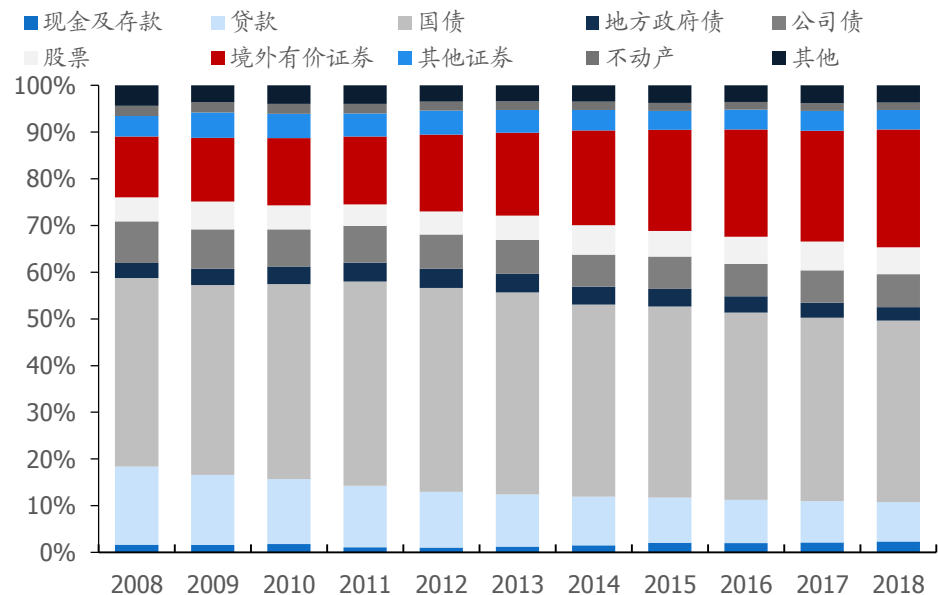


资料来源: 英国保险协会, 国盛证券研究所

日本及台湾地区主要通过境外资产的高配应对长期利率下行:

日本 90 年代以后利率水平持续走低, 甚至 10 年期国债收益率在 2012 年以后也持续低于 1% 且一度在 16 及 19 年出现过负利率的情况。整体日本市场显现出长久期、稳健配置的特征, 对投资端非常保守; 境外配置方面, 日本境外资产配置占比在 80 年代以后震荡提升, 08 年以后提升趋势更为明显, 境外有价证券由 08 年的 12.8% 提升至 18 年的 24.9%, 以北美固收类资产为主。

图表 25: 日本寿险资产配置情况

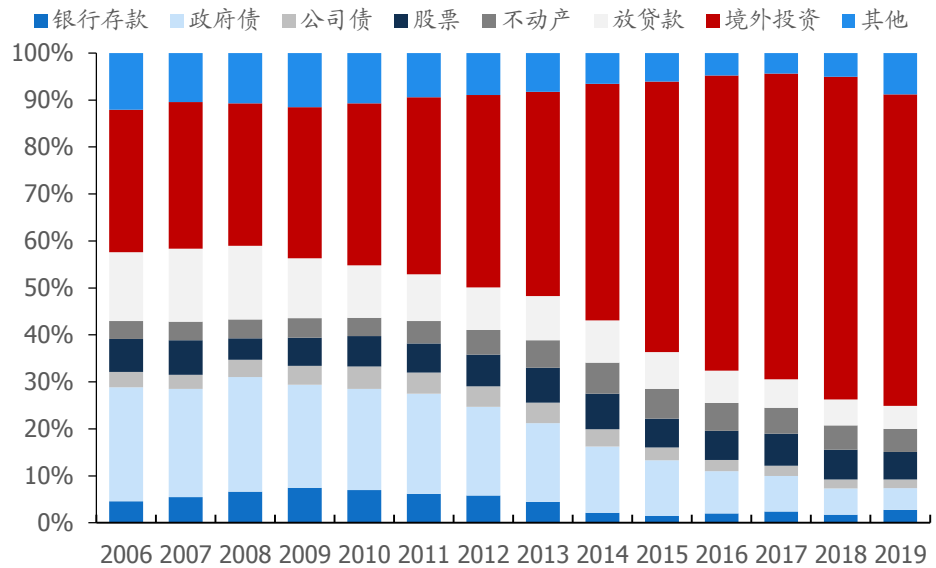


资料来源: 日本寿险行业协会, 国盛证券研究所

台湾地区 2000 年以后 10 年期政府公债利率温和下行至 1% 以内, 且保险业资产体量相对较大。寿险资金方面以债券为主的境外资产持续高配, 境内寿险资金进行多元配置, 而岛内资产供给有限且利率水平持续下行, 对境外资产的配置由 2006 年的 30.3% 提升至 2019 年的 66.4%, 监管层面也应对险企的诉求数次修订相关准则持续放宽境外投资

的比例限制，其中境外配置 90%为债券资产，北美地区配置过半。

图表 26: 台湾地区寿险资产配置情况



资料来源: 台湾财团法人保险事业发展中心, 国盛证券研究所

此外, 从海外经验看, 利率的短期变动对当期投资收益率的影响并不显著: 整体资产配置以固收类为主的主要为美国及日本, 美国 07 年中至 08 年末长端利率从 5.2%快速下行至 2.1%, 而一般账户净投资收益率仅下降了 0.5 个百分点; 11 年初由 3.8%下行至 12 年中的 2.5%左右, 而净投资收益率基本稳定。日本同样在 11 年以后长端利率持续下行至 0 以下, 但是无论保险资金投资的债券类资产收益率还是一般账户的整体收益率均相对稳定, 并没有出现跟随下行的趋势。同样对新加坡及英国也是如此。

图表 27: 美国寿险一般账户净收益率及利率情况 (%)



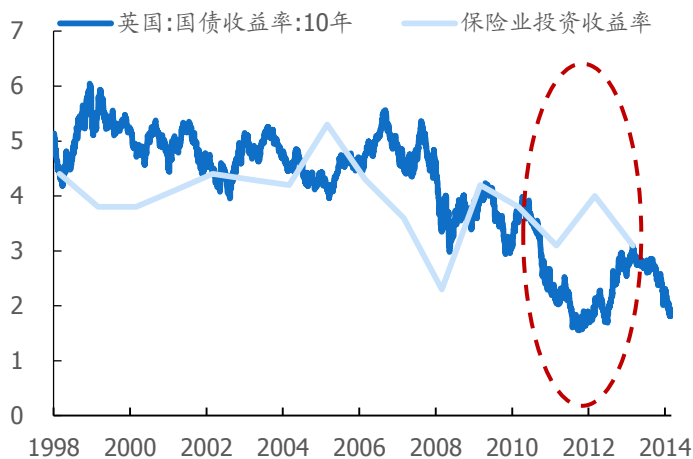
资料来源: ACLI, 国盛证券研究所

图表 28: 日本寿险投资收益率及利率情况 (%)



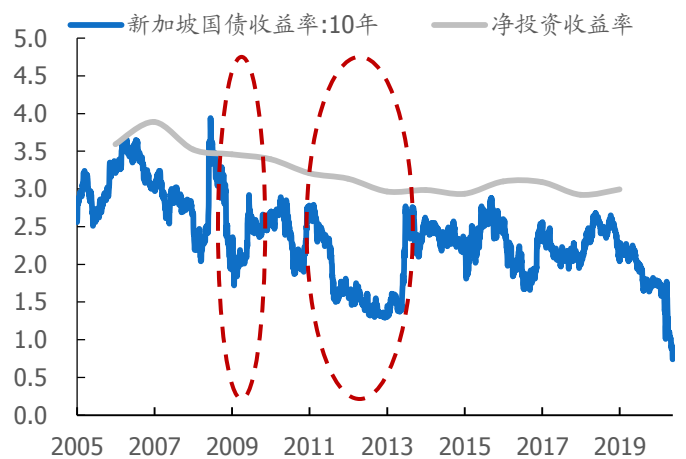
资料来源: 日本寿险行业协会, 国盛证券研究所

图表 29: 英国保险业投资收益率及利率情况 (%)



资料来源: ABI, 国盛证券研究所

图表 30: 新加坡寿险投资收益率及利率情况 (%)



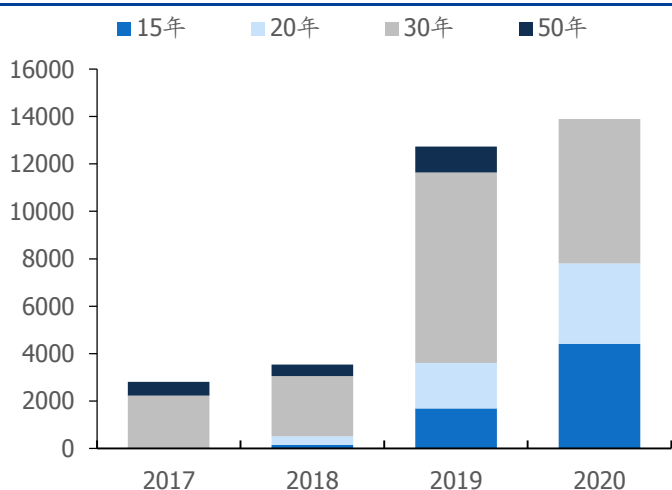
资料来源: MAS, 国盛证券研究所

### 5.1.2 利率预期企稳, 投资收益率有望维持相对稳定

**地方政府债显著扩容, 考虑税收政策后基本能够稳定净投资收益率, 并有效拉长久期:** 2019年以来长债发行持续增加, 险资成为重要投资者; 疫情以来政府债票面利率大多仍在3.6%以上, 考虑到25%的税收优惠后, 绝对收益水平仍然能到4.8%以上, 基本可以稳定保险公司长期净投资收益率, 且显著拉长保险公司的资产久期。

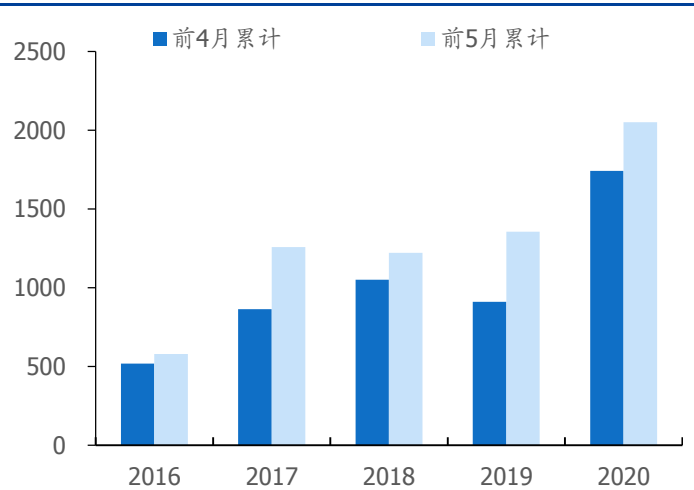
**基建项目逐步落地, “保债”规模显著回暖:** 新老基建下半年有望逐步落地, 保险公司非标中传统信托通道业务难以续接, 保险资管的一类投行业务成立规模明显增加。截至2020年前5月, 保险资管成立的非标达2052亿元, 同比增长51.3%。

图表 31: 10年期以上地方政府债发行规模 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 保险资管成立的非标规模 (亿元)



资料来源: 保险资管协会, 国盛证券研究所

**估值洼地, 举牌低估值、高分红的优质标的:** 2019年以来险资举牌热情再度上升, 尤其疫情以来对港股举牌明显增加, 举牌满足险企对收益率及降低波动的双重要求, 未来预计会逐步成为常态。

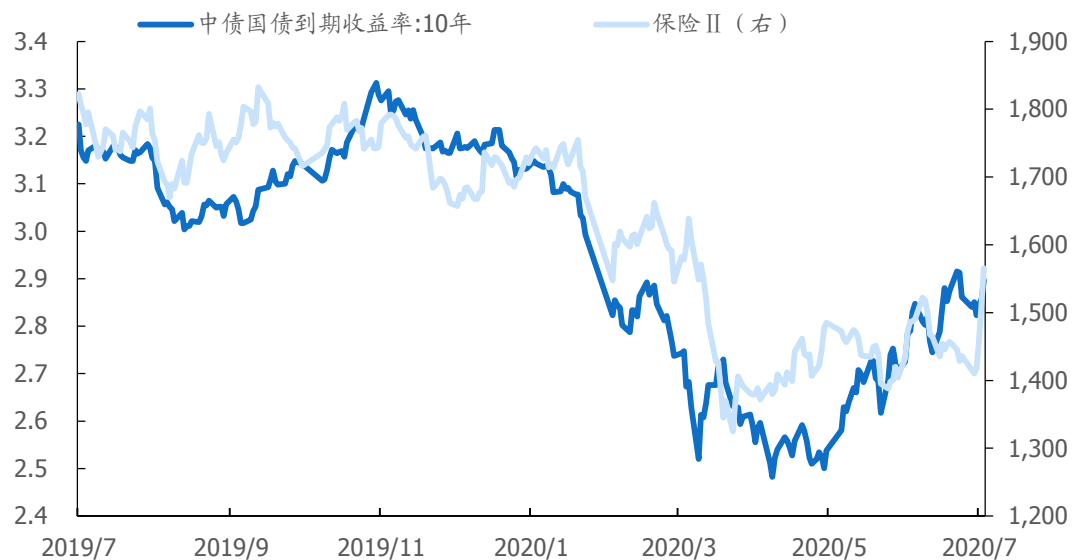
**险资获准参与衍生品及期货交易:** 今年2月保险公司获准参与国债期货交易, 包括股指



期货和利率互换两类；7月银保监会发布《保险资金参与国债期货交易规定》，并修订《保险资金参与金融衍生产品交易办法》和《保险资金参与股指期货交易规定》，进一步丰富保险资金运用风险对冲工具，扩大保险机构选择权，一定程度对冲利率下行风险。

**下半年长端利率仍然有支撑，预计整体维持在 2.7%-3.1% 之间：**国内疫情得以有效控制，经济从3月开始逐步回升，部分先导变量已在5月起超过疫情前的水平；出口仍然强韧，财政发力内需持续改善。疫情以后货币政策以稳定经济为主，货币政策及流动性非常宽松；随着基本面的改善以及对潜在风险的担忧，货币政策边际收紧，流动性难以回到4-5月水平。**基本面的改善以及货币政策回归中性对长端利率形成有效支撑，预计下半年 10 年期国债到期收益率维持在 2.7%-3.1% 之间。**

图表 33: 10 年期国债到期收益率 (%) 与保险板块走势情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 5.2 负债延续改善，积极把握机会

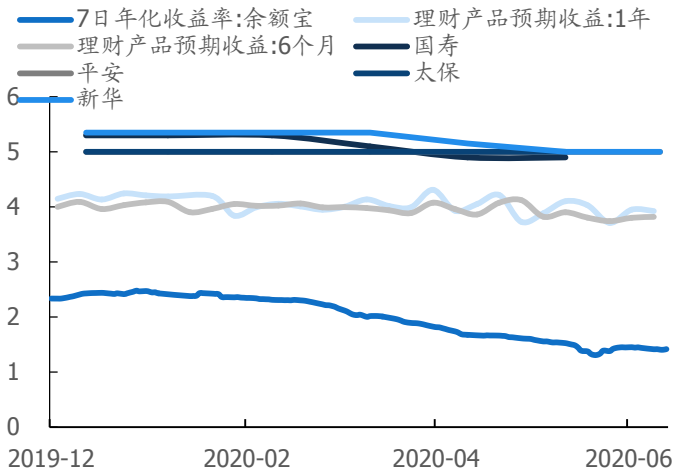
**下半年人力规模有所支撑：**当前国寿、新华人力高位稳定，同比仍有明显增长；平安人力同比缺口持续缩窄。

**当前利率环境下，保险公司年金险收益率优势将继续凸显：**上半年利率环境整体下行，上市险企万能账户通过资产的提前配置，5-6月仍然基本实现了5%的结算利率；而同类竞品中银行理财收益率有小幅下行趋势，余额宝7日年化收益率由年初的2.43%降至年中的1.41%。

**重疾新老产品切换，老产品“炒停”预计将带动保障型产品相对改善：**我们预计重疾品种和发生率的修订将在三季度出台，三四季度将迎来老产品的“炒停”，短期对公司负债改善有所贡献。

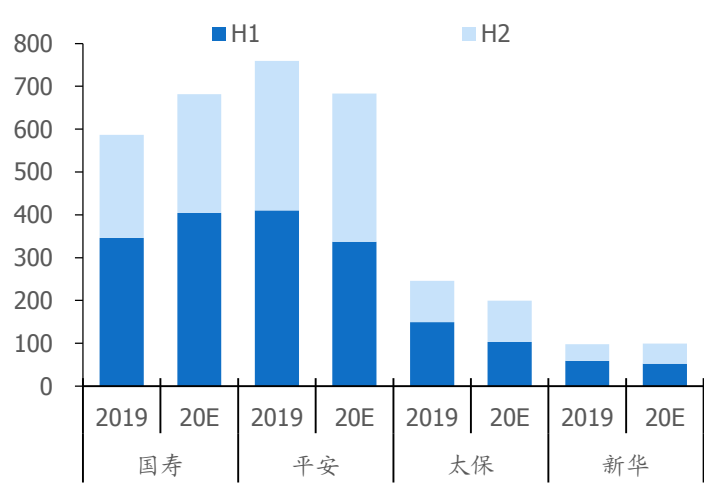
**下半年各家的基数均相对较低：**19年下半年国寿、平安、太保、新华NBV分别占全年的41.1%、45.9%、39.3%、39.8%，基数整体相对较低。

图表 34: 万能险结算利率具备优势 (%)



资料来源: Wind, 公司官网, 国盛证券研究所

图表 35: 19 年上市险企 NBV 情况及 20 年预计值 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

全年展望, 下半年整体负债表现有望延续改善, 全年预计国寿、平安、太保、新华 NBV 增速分别为 15.0%、-10.1%、-18.8%、1.4%。

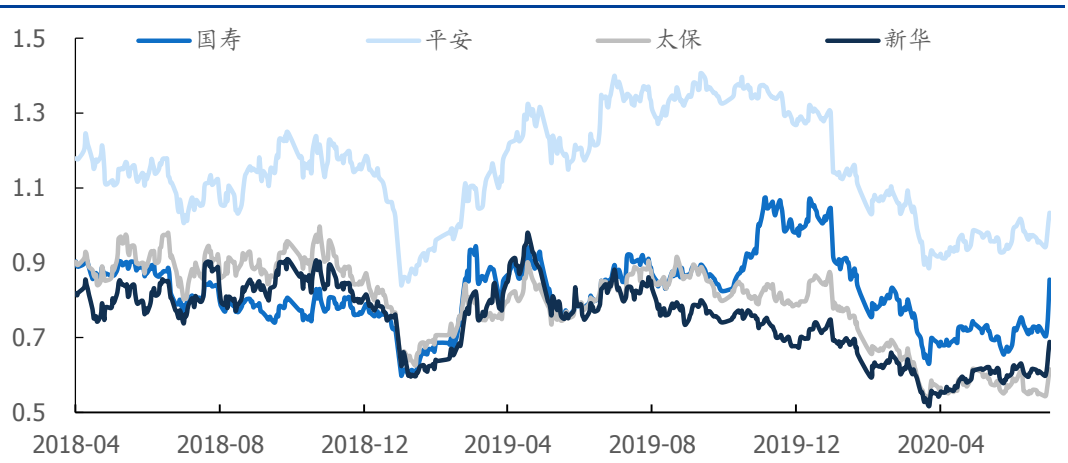
### 5.3 后期保险股空间有多少?

前期看, 保险股的大底已然明确: 2-3 月受疫情影响上市险企整体单月新单及 NBV 同比预计在 -30% 至 -50% 之间, 同时 3-4 月十年期国债到期收益率降至 2.5%, 国寿、平安、太保、新华的底部估值分别为 0.63 倍、0.89 倍、0.53 倍、0.52 倍。截至 7 月 3 日, 四家险企估值分别为 0.85 倍、1.03 倍、0.62 倍、0.69 倍, 较前期估值最低点分别修复 35%、16%、16%、32%。

下半年看, 负债延续修复, 利率预期企稳, 无论负债端或利率端基本不会再“重蹈覆辙”, 当前估值修复仍有动力, 而四季度至明年一季度将会成为下一个更好的投资时点。

- ▶ 三季度看, 短期估值仍有延续修复的动力, 但到中期部分公司 NBV 或仍有一定压力, 而利润层面也可能有不确定因素, 可能逐步进入震荡态势;
- ▶ 而看到四季度至明年一季度, 预计各家对 2021 年“开门红”的准备将更加充分, 且今年一季度保费基数相对较低, 明年一季度行业有望实现负债的显著正增长, 叠加估值切换, 将延续估值修复。

图表 36: 上市险企 P/EV 估值情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**延续到四季度及明年一季度，保险股整体仍有 25%以上的空间：**从当前看到四季度至明年一季度保险股的空间，我们从悲观、中性及乐观三个维度进行测算。对于不同的维度，主要考虑利率环境和负债表现。在悲观假设、中性假设和乐观假设下，四家上市险企的平均股价空间分别为 10.8%、25.8%、39.2%。

图表 37: 上市险企估值及空间测算

时点	国寿	平安	太保	新华	均值
20E P/EV (截至 7 月 3 日)	0.86	1.03	0.62	0.69	0.80
21E P/EV	0.74	0.88	0.54	0.60	0.69
悲观假设	0.75	1	0.65	0.65	0.76
中性假设	0.85	1.1	0.75	0.75	0.86
乐观假设	0.9	1.25	0.85	0.82	0.96
悲观假设空间	0.9%	13.2%	20.5%	8.5%	<b>10.8%</b>
中性假设空间	14.3%	24.5%	39.0%	25.2%	<b>25.8%</b>
乐观假设空间	21.0%	35.8%	57.5%	36.9%	<b>37.8%</b>

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 六、投资建议

当前投资端超预期、负债端持续相对改善，而由于估值与基本面的明显背离，以及市场和资金影响，板块仍然有持续上涨的动力。展望四季度至明年一季度，利率预期企稳，并叠加年底的估值切换以及对明年负债转好的预期，预计将延续修复行情，中性假设下测算板块仍有超过 25%空间。个股层面：短期弹性关注中国人寿（20 年负债表现持续领先同业、中报优秀标的）、新华保险（二季度以来负债改善趋势明显，全年 NBV 有望转正）；中长期关注中国太保（估值处于历史绝对底部、GDR 影响将逐步消除、中长期具备高弹性）、中国平安（稳健寿险龙头标的）。

## 风险提示

- 1) 负债表现不及预期风险: 如下半年负债改善不及预期, 或 21 年初开门红表现不及预期, 可能会对公司股价产生一定压力;
- 2) 长端利率下行风险: 当前 10 年期国债收益率基本稳定在 2.8% 以上, 如果后期长端利率出现较为明显的下行, 可能会对估值产生压制;
- 3) 权益市场下行风险: 如权益市场持续下行, 保险公司投资收益及净利润会有一定压力, 同时压制股价增长。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com