

强于大市

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
新华保险	601336.SH	54.57	增持
中国平安	601318.SH	78.22	买入
中国太保	601601.SH	30.23	增持
中国人寿	601628.SH	35	增持

资料来源：万得，中银证券

以2020年7月16日当地货币收市价为标准

2020年保险中期策略

步入低成长阶段的保险股，切换估值锚

2020年上半年，保险板块受到“新冠”疫情影响新单销售+行业渠道弊端暴露+长端利率短期下滑，引发市场对于利差损担忧等因素，多方抑制保险股估值。当前保险股估值向下空间有限。关注保险估值新核心驱动因素变化。

- **疫情使保险公司原有弊端暴露。**“新冠”疫情在春节后爆发，保险股大幅跑输大盘。直接原因是由于疫情下原有线下展业方式难以推进，上市险企虽然短期内迅速转向线上培训及销售，但仍然无法替代线下营销，新单增速承压。本文提出疫情并不是影响了2020年上半年新单销售，而是使保险公司原有代理人人数下滑+产能低下的弊端暴露。
- **宏观环境变化：利率下行给保险行业带来阶段性考验。**一季度十年期国债收益率持续下行，市场担忧险资配置及再投资被拉低投资收益；并且由于我国寿险行业负债端成本具有部分“刚性兑付”的属性，市场对险企利差损担忧再提，多重因素下抑制保险股估值。但实际上，我国寿险产品结构已由分红险/万能险逐步转型为重疾险，对于利差的敏感度下降，万能险及分红险的预定利率也在逐步下修。经过测算，在长期长端利率下降的情况下，险资综合收益率在4.2-5%区间。而投资收益率对于EV影响在-7.6%至-9.9%区间，小于保险估值的降幅。市场过度担忧短期长端利率下调对于保险基本面的影响。
- **上市险企处于寿险改革时期，疫情到来来临“大考”。**此次疫情对于行业冲击持续时间较长，除外部环境变化外，也与寿险行业正处于改革时期有关。目前寿险行业正处于外部环境、消费这需求以及个人财富积累等变化，叠加新兴保险业态对于传统寿险的冲击。上市险企均处于改革时期，航母航向比吨位更加重要，改革仍需时间执行。
- **2020年是保险重疾险产品新旧切换年。**2020年寿险行业正在经历重疾定义及重疾发生率调整，2020年保险公司产品端有望做出重大变革，其中包括：（1）重新规范定义抑制消费误导；（2）重疾发生率调整产品还利于消费者，预计新重疾发生率下产品有望小幅降价；（3）不同地区经验发生率存在差异，大湾区或是重疾经验发生率分化试点。因此在2020年下半年是保险行业蓄力改革产品供给侧的重要时期。

相关研究报告

《保险行业5月保费点评》20200629

《2020年保险行业新旧产品切换年》20200629

《上市险企5月保费点评》20200615

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融:保险

证券分析师：兰晓飞

(8610)66229085

xiaofei.lan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511040003

投资建议

- **当前保险股估值已处于历史低位，向下空间有限。关注保险估值新核心驱动因素变化。**“新冠”疫情对渠道影响>新业务影响，行业改革推动韧性。预计下半年受疫情影响负债端的不利因素弱化，叠加上半年重疾定义及和重疾发生率调整，上半年人力储备带来的产能刺激，下半年或出现阶段性高景气，新业务有望同比持平或小幅正向增长。长端利率企稳反弹，低位预期扭转保险估值。一季度长端利率快速下行，市场对于低利率的担忧持续压抑保险股估值。市场反应放大了短期长端利率下行对于保险公司基本面的影响。随着二季度十年期国债收益率企稳反弹，长端利率在低预期基础上扭转，驱动保险公司资产端估值修复。监管压力出现边际放松，行业进入“后疫情时代缓冲期”。

风险提示

- 政策出台、国际环境、疫情发展以及市场波动对行业的影响超预期。

目录

一、步入低成长阶段的保险股，切换估值锚	5
二、疫情使保险公司原有弊端暴露.....	6
三、宏观环境变化：利率下行给保险行业带来阶段性考验	9
四、上市险企处于寿险改革时期，疫情到来突临“大考”	12
五、疫情过后持续低估值的原因:2020 年是保险重疾产品新旧切换年	15
六、投资建议	19
七、风险提示	21

图表目录

图表 1. 本文思维导图.....	5
图表 2. 疫情在春节后暴露，保险股指持续跑输大盘.....	6
图表 3. 个股表现中，中国太保及中国人寿跌幅靠前.....	6
图表 4. 上市险企应对疫情展开了线上培训及销售的举措.....	6
图表 5. 疫情在春节期间爆发，上市险企当月保费经历一段时间增速承压，后面逐渐改善.....	7
图表 6. 财险行业受到车险低增长抑制，逐步进入增速下行区间.....	7
图表 7. 寿险行业在经历 2011-2016 年保费高增期后，逐步进入低增长时期.....	7
图表 8. 财险行业受到车险低增长抑制，逐步进入增速下行区间.....	7
图表 9. 2012-2015 年行业代理人高增阶段；2015-2017 年代理人增速有所回落，但仍处于高于均值状态.....	8
图表 10. 2015-2018 年期间，个股股价涨幅与代理人增速提升的年份有所重合.....	8
图表 11. 寿险行业内在 2017 年后经历产能逐步下降的趋势.....	8
图表 12. 截止到 5 月，十年期国债收益率持续下行，给险资固定收益投资带来压力.....	9
图表 13. 由于险资配置以固定收益为主，因此保险股指数表现与十年期国债利率走势大部分时间一致.....	9
图表 14. 从产品类型来看，分红保险及万能寿险对于利差的“损益”敏感度高.....	9
图表 15. 中国保险产品负债成本下行缓慢，且具有刚性兑付的成分.....	10
图表 16. 近期交易量及活跃度提升，预计下半年经济复苏在即，环比上半年资产端有大幅改善.....	10
图表 17. 低利率环境下，迫切要求寿险公司加强资产负债的有效联动.....	10
图表 18. 实际上由于疫情影响，市场对于保险行业新单及新业务价值增速承压已有所预期；再次遭遇长端利率下行，使市场对于险企投资收益及存量业务折现率打上问号.....	11
图表 19. 投资收益率测算：以固定资产配置占比及收益率进行测算，中性情况下综合收益率在 4.28-5% 之间.....	11
图表 20. 以公司内含价值进行压力测试，投资收益下降 50BP 的情况下，对于上市险企 EV 的负面影响分别在 (-7.6%-9.9%)；风险贴现率下降 50BP 的情况下，分别影响为 (1.9%-2.4%).....	11
图表 21. 2019-2020 年上市险企高管职位变动表.....	13
图表 22. 中国平安在 2018-2020 期间先后启动“联席 CEO”、寿险改革项目.....	14
图表 23. 重疾定义及重疾发生率改变对保险产品的影响.....	15
图表 24. 监管对于重大疾病定义展开两次行业征求意见.....	15
图表 25. 二版征求意见稿将 3 种主要高发轻症理赔上限调整至 30%.....	16

图表 26. 男性 6 病种经验发生率 2020 年版较 2007 年版, 22-50 岁有明显下调 (C11)	16
图表 27. 女性 6 病种经验发生率 2020 年版较 2007 年版, 15-64 岁有明显下调 (C13)	16
图表 28. 计划推出粤港澳地区的 28 种重疾疾病种经验发生率表	17
图表 29. 西部地区癌症发病率及中标率明显低于其他地区	17
图表 30. 2019 年部分地区保险深度数据汇总, 广东地区保险密度为 5.1%	17
图表 31. 2019 年部分保险密度数据中, 广东地区低于北京及深圳地区, 但高于其他地区	17
图表 32. 不同定价利率和重疾率下的均衡保费	18
图表 33. 保险行业目前 PEV 目前已处于估值底部	19
图表 34. 2019 年部分保险密度数据中, 广东地区低于北京及深圳地区, 但高于其他地区	19

一、步入低成长阶段的保险股，切换估值锚

本文从五个角度来解释 2020 年年初至今，保险估值受到压制的原因，其中包括：

- (1) “新冠”疫情的到来并不是冲击了保险公司，而是使保险原有弊端暴露；
- (2) 宏观利率环境变化，在十年期国债收益率下行阶段，给保险行业险资配置带来阶段性考验；
- (3) 上市险企自身处于寿险改革时期，突临“新冠”疫情大考；
- (4) 2020 年原本是保险行业新旧重疾产品切换年，行业静待重疾定义及重疾发生率出台，“新重疾”产品即将登场；
- (5) 步入稳定增长阶段的保险估值，如何从稳定收益的角度重新估值。

图表 1. 本文思维导图



资料来源：中银证券

二、疫情使保险公司原有弊端暴露

年初以来，受到疫情影响保险行业线下展业及宏观利率下行影响，截至2020年6月30日保险指数累计下跌17.60%，7月保险指数回涨，截至7月13日累计下跌3.00%，大幅跑输大盘21.46个百分点。在当前阶段，保险估值2020PEV为0.9，已处于历史低位水平。影响年初至今的保险估值因素包括：

(1) 疫情使原有代理人渠道人数下滑、效能低下的弊端暴露。并不是疫情冲击了保险负债端业务，而是在疫情的催化下，行业内由个险销售占据主导；渠道“人海战术”及个险代理人“大开大合”的高入职/高离职率问题暴露。

(2) 负债端新单方面，保险公司线下展业寿险，险企新单保费规模受到较大影响。根据2020年1-5月公布数据，疫情下中国平安2月单月个险新单同比降幅达-28.9%，1-2月个险新单累计同比-18.2%。转入疫情有所缓解的4月/5月为-17.0%和-15.0%，虽然降幅有所收窄，但整体上难改全年新单增速承压的本质。

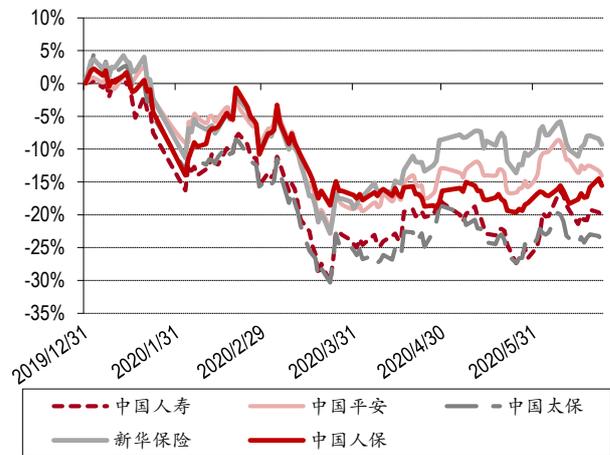
(3) 资产端十年期国债收益率进入下行区间，险企资产收益率面临考验。长端利率持续下行，由于保险公司在内含价值假设中使用长期投资收益率为5%，负债端具有成本刚性的特点。在长段利率进入下行空间时，投资者对保险公司利差损担忧加大，叠加可能影响寿险行业利润释放（险资配置以固定收益为主），综合因素压制股价。

图表 2. 疫情在春节后暴露，保险股指持续跑输大盘



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 个股表现中，中国太保及中国人寿跌幅靠前



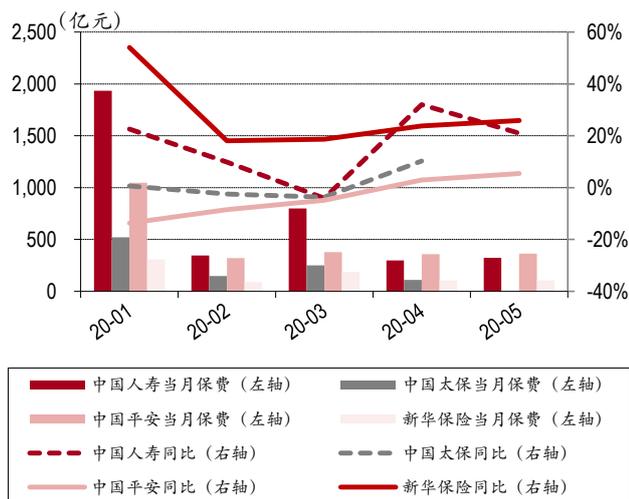
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 上市险企应对疫情展开了线上培训及销售的举措

上市公司	代理人管理	客户经营 (产品及服务)
中国平安	线上队伍管理、晨会、打卡、培训	
	线上招聘、数字化展业	提出赠险
	部分地区降低考核标准，部分产品提高佣金比例	推出获客产品“重疾无忧”
中国太保	线上队伍管理、晨会、打卡、培训	内容运营团队针对客户关注的话题产生资讯，帮助代理人销售展业
	线上销售，开发线上产说会	推出赠险“护身符”
	部分地区降低考核标准，部分产品提高佣金比例	扩展部分产品责任
中国人寿	线上队伍管理、晨会、打卡、培训	推出专属服务满足客户需求
	线上销售，包括利用微信、小鱼、腾讯会议开展线上产说会	推出赠险
	线上创说会	拓展多款产品责任
新华保险	部分地区降低考核标注，部分产品提高佣金比例	
	线上队伍管理，如线上培训等	推出赠险
	部分地区降低考核标准	拓展“健康无忧”等多款健康险产品责任

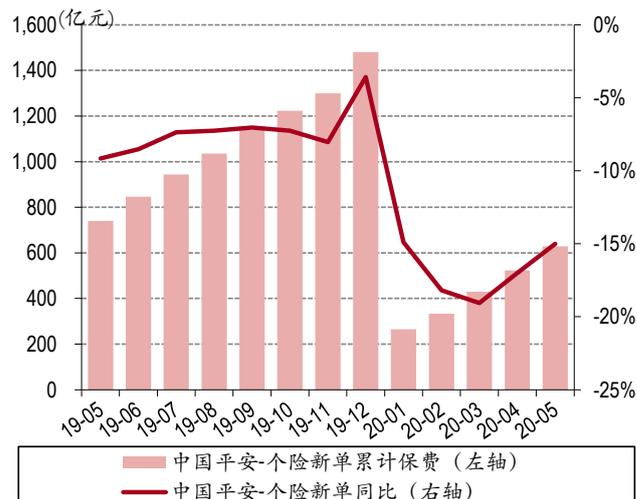
资料来源：各公司官网及公众号，中银证券

图表 5. 疫情在春节期间爆发, 上市险企当月保费经历一段时间增速承压, 后面逐渐改善



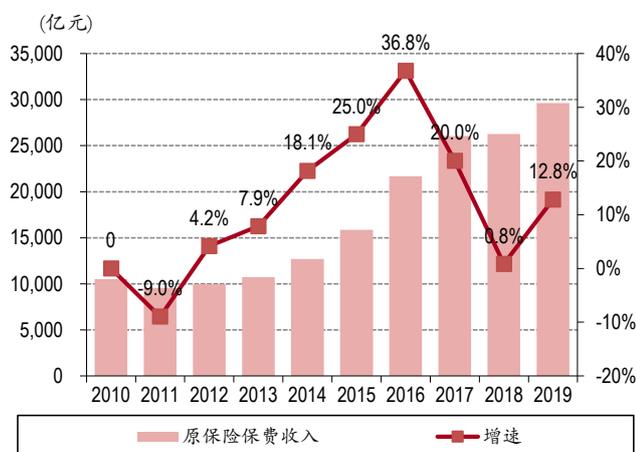
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 6. 财险行业受到车险低增长抑制, 逐步进入增速下行区间



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 7. 寿险行业在经历 2011-2016 年保费高增期后, 逐步进入低增长时期



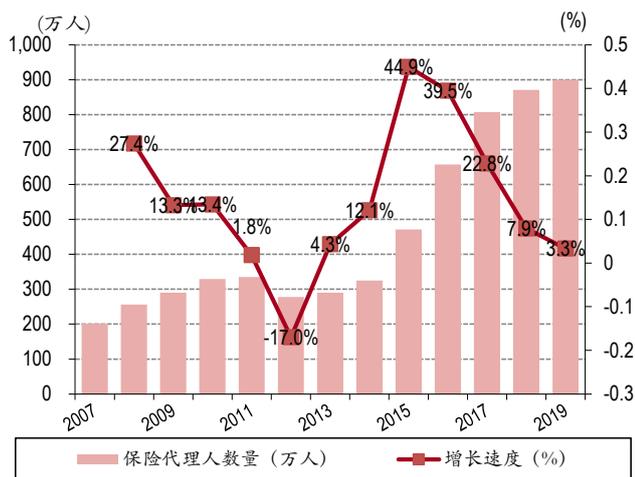
资料来源: 银保监会, 中银证券

图表 8. 财险行业受到车险低增长抑制, 逐步进入增速下行区间



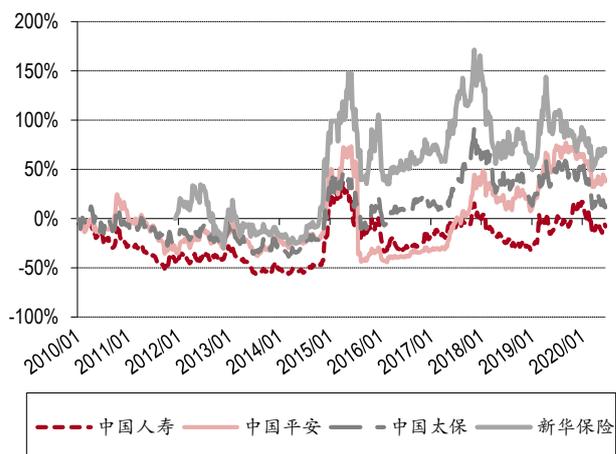
资料来源: 银保监会, 中银证券

图表 9. 2012-2015 年行业代理人高增阶段；2015-2017 年代理人增速有所回落，但仍处于高于均值状态



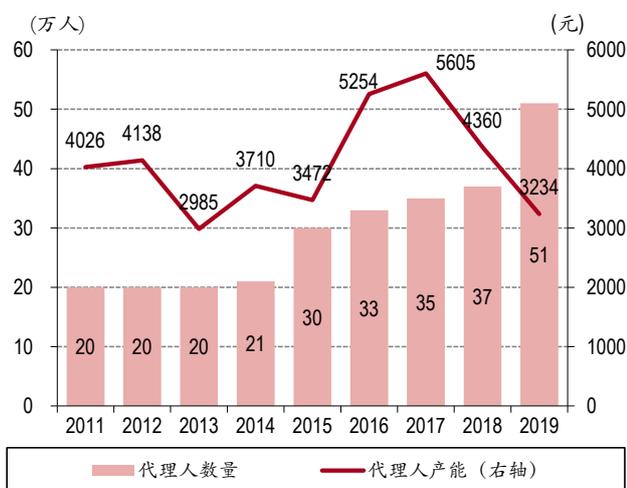
资料来源：银保监会，中银证券

图表 10. 2015-2018 年期间，个股股价涨幅与代理人增速提升的年份有所重合



资料来源：银保监会，中银证券

图表 11. 寿险行业内 2017 年后经历产能逐步下降的趋势



资料来源：保险行业协会，中银证券

三、宏观环境变化：利率下行给保险行业带来阶段性考验

长端利率下行，利差损+拉低险资投资收益的双重担忧。由于险资配置以固定收益为主，2020年年初至今十年期国债收益率持续下行，市场担忧险资资产配置及再投资方面被拉低投资收益；并且由于目前我国寿险行业负债端具有“刚性兑付”成本，市场对于险企利差损的担忧重提，进一步挤压险企利润释放。多重因素下压抑保险股估值。

市场放大长端利率短期下行对于内含价值影响。2020年一季度长端利率快速下行，十年期国债收益率下降10bp至3.07%（2020/1/1-3/31），4月十年期国债收益率仅为2.5%，6月已有所回升。市场对于低利率的担忧抑制保险股估值，主要是源于内含价值中投资收益率的假设及利润影响部分。经过测算，市场放大了利率下行对于上市险企基本面的实际影响。通过敏感测试计算，险资收益率中性假设前提下，综合收益率在2.4%-5%区间；而投资收益率对于EV的影响在-7.6%至-9.9%区间，小于目前保险估值的降幅。而真正影响保险基本面产生变化的是长端利率快速下行并且持续5-10年期间（极端情景且发生概率较小）。随着二季度十年期国债收益率企稳反弹，长端利率在低预期基础上扭转，驱动保险公司资产端估值修复。叠加近期股市大幅回暖，市场预期下半年经济复苏运转，权益部分的超额收益有望增厚险资利润端。

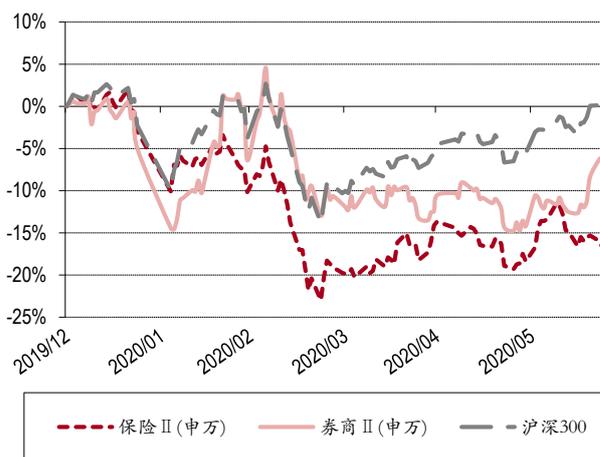
存量产品遗留的“历史包袱”，加大了市场对于险企负债成本的担忧。从产品类型来看，分红保险及万能寿险对于利差的“损益”敏感度高，并且我国产品具有“刚性兑付”的性质，实际预定利率调整慢于投资收益率。因此加大了市场对于负债端成本的担忧。

图表 12. 截止到 5 月，十年期国债收益率持续下行，给险资固定收益投资带来压力



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 由于险资配置以固定收益为主，因此保险股指数表现与十年期国债利率走势大部分时间一致



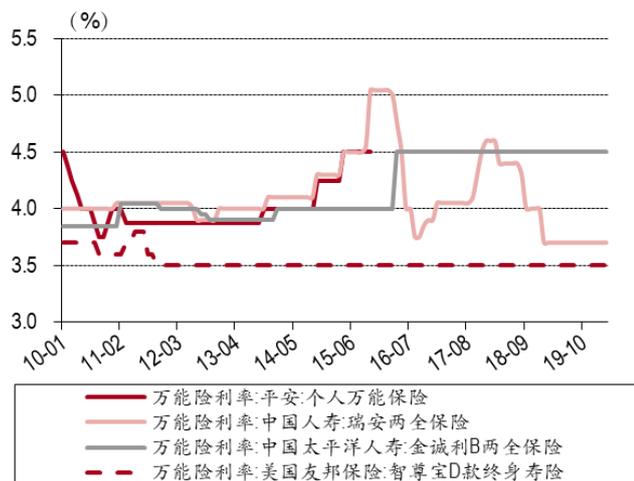
资料来源：万得，中银证券

图表 14. 从产品类型来看，分红保险及万能寿险对于利差的“损益”敏感度高

	传统寿险	分红寿险	万能寿险	投资连结寿险
保单利率	预定利率固定，保险双方存在利率风险	较低预定利率，减少保险利率风险	较低的保证利率，能有效规避利率风险	无保证预定利率，保险公司不提利率风险
利益来源	固定	固定部分+三差（利差/死差/费差）	最低保证+投资运作	投资运作
资金运作	统筹账户	专门账户	专门账户	专门账户
投资风险	保险公司承担	客户与保险公司承担	客户与保险公司承担	客户自己承担
投资收益	按固定的预定利率计算保单利益	按公司产生的盈余进行红利分配	大多有保证的回报率，收益与专门账户收益相关	无最低保障，实际收益由专门账户的投资收益决定

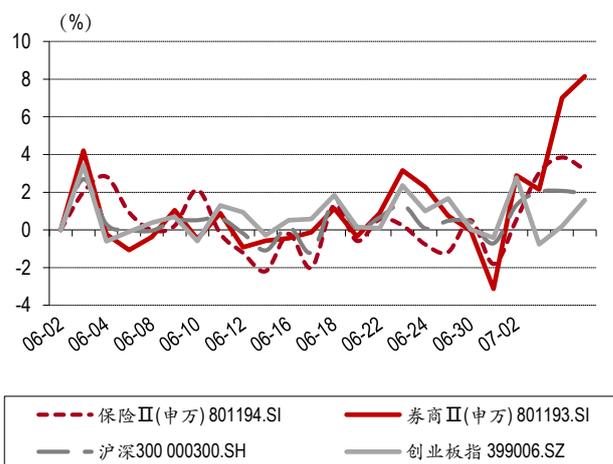
资料来源：中国精算师协会丛书，中银证券

图表 15. 中国保险产品负债成本下行缓慢，且具有刚性兑付的成分



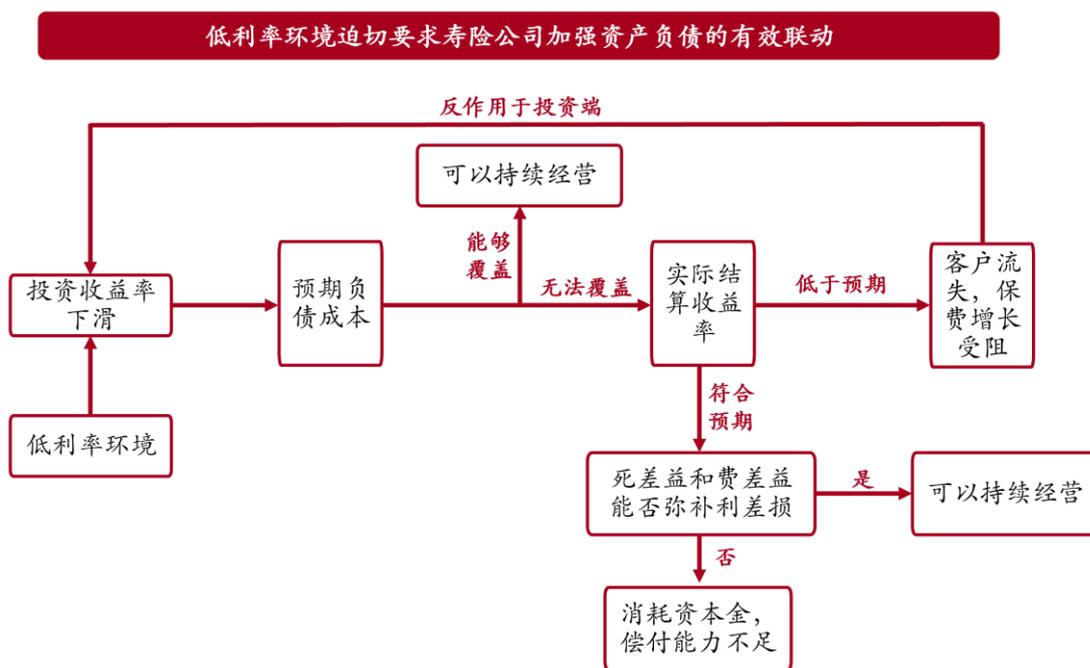
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 近期交易量及活跃度提升，预计下半年经济复苏在即，环比上半年资产端有大幅改善



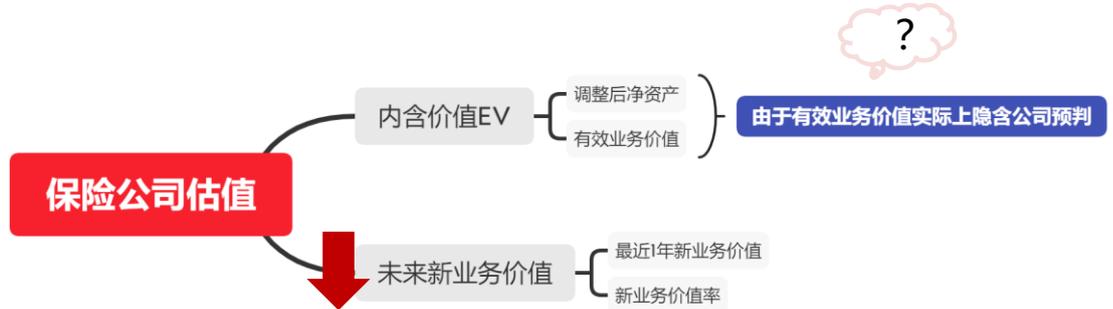
资料来源：公司公告，中银证券

图表 17. 低利率环境下，迫切要求寿险公司加强资产负债的有效联动



资料来源：中银证券

图表 18. 实际上由于疫情影响，市场对于保险行业新单及新业务价值增速承压已有所预期；再次遭遇长端利率下行，使市场对于险企投资收益及存量业务折现率打上问号



资料来源：中国精算师协会丛书，中银证券

图表 19. 投资收益率测算：以固定资产配置占比及收益率进行测算，中性情况下综合收益率在 4.28-5% 之间

协议存款属于非标						
		占比	悲观收益率	悲观综合收益率	中性	中性综合收益率
固收资产 配置	政府债	25%	2%	2.85000%	2.800%	4.2800%
	金融债	10%	2.50%	2.80%	3.300%	
	企业债	10%	3.50%		4.300%	
	非标	25%	5.50%		6.300%	
	协议存款	15%	2.50%		3.300%	
	股票基金收益率	15%	0%		5%	
协议存款不属于非标						
		占比	悲观收益率	悲观综合收益率	中性	中性综合收益率
固收资产 配置	政府债	25%	2%	2%	3%	5%
	金融债	10%	3%		3%	
	企业债	10%	4%		4%	
	非标	25%	6%		6%	
	股票基金收益率	30%	0%		5%	

资料来源：银保监会，中银证券

图表 20. 以公司内含价值进行压力测试，投资收益下降 50BP 的情况下，对于上市险企 EV 的负面影响分别在 (-7.6%-9.9%)；风险贴现率下降 50BP 的情况下，分别影响为 (1.9%-2.4%)

	基准投资收益 率下	投资收益率下 降50bps	变动情况	基准风险贴现 率下	风险贴现率 下降50bps	变动情况
平安寿险 EV	757,490	700,174	-7.6%	757,490	775,706	2.4%
太保寿险 EV	305,521	275,177	-9.9%	305,521	312,994	2.4%
中国人寿 EV	942,088	860,173	-8.7%	942,088	964,053	2.3%
新华保险 EV	205,043	189,444	-7.6%	205,043	209,032	1.9%

资料来源：公司公告，中银证券

四、上市险企处于寿险改革时期，疫情到来突临“大考”

行业经营环境发生变化，上市险企率先进入改革时期。由于我国寿险市场环境、消费者需求以及个人财富积累等多方面发生了很大变化，叠加原有寿险行业存在的弊端需要整治。传统寿险从战略规划、渠道、产品及管理层人才配置都做出调整。上市险企率先进入到改革时期，包括：中国平安提出“联席 CEO 架构+寿险改革”、中国太保战略 2.0、重振国寿、新华保险“二次腾飞”等。

行业转型压力，市场化人才流动。梳理 2019-2020 年期间，保险公司高级管理人才流动是比较频繁的。对于上市险企战略发展态势及公司运营规划有小幅影响。保险行业市场化人才流动，主要是来源于保险行业面临转型的压力，传统模式出现瓶颈需要时间突破，而大型互联网流量平台及外资踊跃进入市场，划分蛋糕。2020 年期间上市险企有两位高管分别加入腾讯及微医平台，大型保险公司的人才危机可窥见一斑。另外一种模式为引入“外脑”+内部造血人才培养及建设路径，包括适时引入同业管理人才，提拔原有体系内不同领域人才等。

行业龙头维持基业长青，联席 CEO 推进“金融+科技”与“金融+生态”战略转型。由于市场消费环境竞争格局日益分化，保险行业航母中国平安已先行转舵航向，进行系列转型。包括战略转型、管理层转型及寿险改革。早在 2018 年提出联席 CEO 矩阵方式，推进“金融+科技”与“金融+生态”的战略转型；并且在 2019 年提出寿险战略转型“2355”规划。寿险战略转型包括从产品和渠道两方面，根据市场需求进行产品改革；代理人渠道及银保渠道改革等。

本次疫情袭来正处于行业改革时期，突临“大考”，因此保险行业在一季度新单及估值承压。行业除短期调整举措（线下转为线上展业、提前公司代理人培训计划等），中国平安提出“联席 CEO 架构+寿险改革”、中国太保战略 2.0、重振国寿、新华保险“二次腾飞”等，率先在长远角度中不断完善行业改革。

图表 21.2019-2020 年上市险企高管职位变动表

公司名称	时间	具体公司	姓名	涉及职位	变动情况	去向公司/入职前公司	去向职务/入职前职务	职位变动后负责领域
	2020/7/1	中国平安	<u>马明哲</u>	原首席执行官(CEO)	辞任	/	/	继续担任董事长、专注战略、文化、人才三个方向
中国平安	2020/6/5	中国平安	任汇川	原集团总经理	离任	入职腾讯	新任高级顾问	互联网保险业务
	2020/1/31	中国平安	李源祥	原集团执行董事、平安联席 CEO 及首席保险业务执行官	离任	入职友邦保险	新任集团首席执行官兼总裁	寿险业
	2019/11/12	中国平安	<u>陆敏</u>	新任首席保险业务执行官 (接替李源祥)	转任	原中国平安	原集团首席信息执行官、汽车之家董事长	保险业务及个人综合金融业务
中国人寿	2019.7.5	中国人寿	肖建友	原中国人寿副总裁	离任	入职中国人寿人保	新任副总经理	
中国人保	2019.8.7	中国人保	盛和泰	原中国人保副总裁	离任	入职中国人寿	新任副总裁	
	2019/1/21	新华保险	万峰	原第六届董事会董事长	辞任	/	/	
新华保险	2019/9/11	新华保险	刘浩凌	新任董事长	任职	原中央汇金	原中央汇金副总经理兼综合管理部/银行二部主任	
	2019/8/1	新华保险	李全	新任首席执行官、总裁	任职	/	/	
	2019/6/23	太保寿险	徐敬惠	原董事长	辞任	/	/	
	2019/3/18	太保寿险	钱仲华	原董事、总经理	辞任	/	/	
	2019/5/1	太保寿险	孔庆伟	新任第六届董事会董事	任职	/	/	
中国太保	2019/5/1	太保寿险	<u>潘艳红</u>	新任总经理	任职	/	/	同时兼任太保寿险党委书记、太保集团常务副总裁、太保寿险董事、太保资产董事、太保安联健康险董事、长江养老老董事
	2019/2/28	太保寿险	王润东	原副总经理	离职	入职阳光人寿	新任总经理	
	2019/3/1	太保集团	<u>杨晓灵</u>	原首席数字官	卸任	入职安邦集团	新任副总经理	数字技术与运营
友邦保险	2020/3/1	友邦保险	李源祥	新任集团首席执行官兼总裁	任职	原中国平安	原平安集团执行董事、平安联席 CEO 及首席保险业务执行官	
	2020/5/31	友邦保险	黄经辉	原首席执行官兼总裁	退任	/	/	
	2020 年	友邦保险	蔡强	原友邦中国区域 CEO	离任	入职微医	新任微医董事会副主席兼 CEO	

资料来源：公司公告，中银证券；加粗下划线标识的为在原公司仅职位发生变动

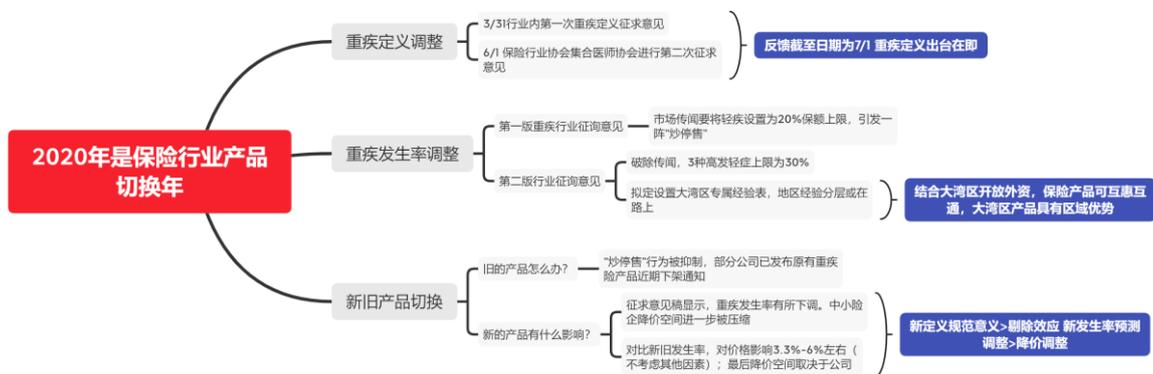
图表 22. 中国平安在 2018-2020 期间先后启动“联席 CEO”、寿险改革项目

中国平安寿险改革方向	
中国平安改革战略	2019年9月，中国平安宣布开启全面数据化经营转型，实施“2355”改革工程计划
改革领导小组	提出改革战略后，中国平安成立了寿险改革领导小组， 马明哲挂帅 ，副组长包括李源祥、首席财务官 姚波 和陆敏等人，下设的执行小组，包括寿险CEO兼总经理余宏等人。
平安改革战略	改革主要在 渠道和产品 两个方面。渠道改革包括代理人渠道改革及银保渠道改革；产品改革主要根据客户需求进行产品改革。
联席CEO管理机制	2018年，宣布设三名联席CEO职位，形成“ 联席CEO+矩阵 ”的新管理机制，成为中国平安实施了17年的CEO机制的一次重大变化。
高管变动	马明哲辞任公司首席执行官(CEO)；原联席CEO李源祥被友邦挖角“转会”后形成的空缺，由CFO姚波补位上任，与集团总经理、分管金融业务的谢永林，分管科技创新的陈心颖，组成 联席CEO核心领导团队 ，形成新的所谓“三驾马车”。
未来发展	平安集团也表示将继续坚定推进“ 金融+科技 ”、“ 金融+生态 ” 战略转型 。深化综合金融模式升级，不断强化“科技赋能金融，科技赋能生态，生态反哺金融”的模式。

资料来源：公司公告，中银证券

五、疫情过后持续低估的原因:2020 年是保险重疾产品新旧切换年

图表 23. 重疾定义及重疾发生率改变对保险产品的影响



资料来源: 银保监会及中国保险协会, 中银证券

5.1 重疾定义及配套重疾发生率修订工作推进

第二次重疾定义有何不同? 联合中国医师协会发布, 本源上解决争议。最新版重疾定义征求意见稿主体由中国保险行业协会转为协会与中国医师协会联合发布, 主要是考虑重疾险理赔时保额的确定与医生诊断报告描述相关。联合中国医师协会发布重疾定义征求意见稿, **有益于解决重疾险疾病定义中一些界定模糊、容易产生争议的表述, 减少理赔纠纷。**

二版征求意见稿将 3 种主要高发轻症理赔上限调整至 30%, 行业“炒停售”行为受到抑制。第一版征求意见稿《重疾定义使用规范》对于 3 种主要高发轻症(轻度恶性肿瘤、较轻急性心肌梗死以及轻度脑中风后遗症)设定原保额 20% 的赔偿上限。行业内谣传轻症赔偿将统一下调至 20%, 导致原有重疾险产品性价比大幅提升(原保单轻症赔偿比例由公司制定), 引起行业内短期“炒停售”的行为。在第二版的征求意见稿中, 保险行业协会将 3 种主要高发轻症的理赔上限调整至 30%, 有效避免了“谣传炒停售”的行为, 并且有效缓解消费者紧张情绪, 顺利设置监管定义及重疾发生率“过渡期”。**第二版征求意见稿中, 对于多次赔付责任重疾险的轻症赔偿上限进行明确, 单一重疾的重疾保额按次递增, 也有利于消除消费者对于轻症多次复发的担忧。**

图表 24. 监管对于重大疾病定义展开两次行业征求意见

时间	次数	发布单位	名称	主要变动及意义
2020 年 3 月 31 日	2020 年第一次征求意见稿	银保监会	《重大疾病保险的疾病 3 种主要高发轻症(轻度恶性肿瘤、较轻急性心肌梗死、轻度脑中风后遗症) 定义了原保额 20% 的赔偿上限(公开征求意见稿)》	
2020 年 6 月 1 日	2020 年第二次征求意见稿 反馈截止日期: 2020 年 7 月 1 日	银保监会 中国医师协会	《重大疾病保险的疾病 3 种主要高发轻症(轻度恶性肿瘤、较轻急性心肌梗死、轻度脑中风后遗症) 定义了原保额 30% 的赔偿上限(公开征求意见稿)》	1、引入世界卫生组织(WHO)《国际疾病分类肿瘤学专辑》第三版(ICD-O-3)的肿瘤标准, 定义更加准确规范; 2、3 种主要高发轻症(轻度恶性肿瘤、较轻急性心肌梗死、轻度脑中风后遗症) 定义了原保额 30% 的赔偿上限; 3、对有多次赔付责任重疾险的轻症赔偿上限进行明确;

资料来源: 保险行业协会, 中银证券

图表 25. 二版征求意见稿将 3 种主要高发轻症理赔上限调整至 30%

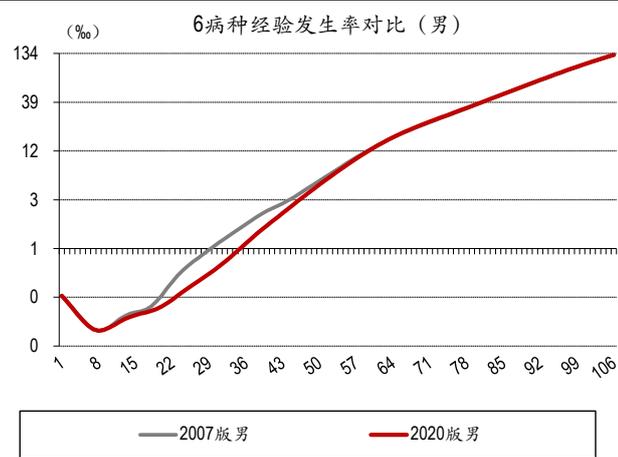
第一版征求意见稿	第二版征求意见稿
2.2 保险公司设计重大疾病保险产品时，所包含的本规范中的轻度疾病的保险金额应不高于所包含的本规范中的重度疾病保险金额的 20%	2.2 保险公司设计重大疾病保险产品时，所包含的本规范中的每种轻度疾病累计保险金额分别不应高于所包含的本规范中的相应重度疾病累计保险金额的 30%。 如有多次赔付责任的，轻度疾病的单次保险金额还应不高于统一赔付次序的相应重度疾病单次保险金额的 30%，无相同赔付次序的，以最近的赔付次序为参照。

资料来源：保险行业协会，中银证券

重疾剔除轻状甲状腺癌，严重恶性肿瘤发病率在某些年龄段大幅下降。由于 2020 年版重疾发生率表（征求意见稿）呼声最高的为重疾剔除轻状甲状腺癌，未来划分为轻症。**修改定义后的 C11 及 C13 表在某些年龄段发病率出现大幅下降。**以男性为例，22-50 岁 6 种病种经验发生率（2020 年版）较 2007 年版有明显下调。

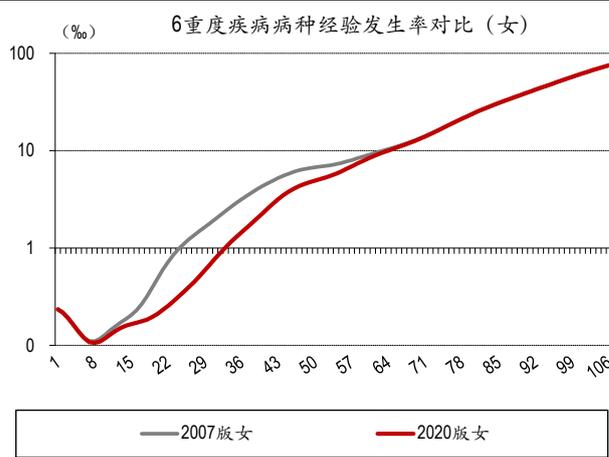
新表发生率（2020 年版）较旧表（2007 年）整体重疾发生率下降。比较新表发生年率（2020 年版）中 28 种疾病发生率较旧表（2007 年）发生率有明显下降，其中男性下降幅度为 20% 左右，女性下降幅度为 30% 左右。但同性别的发病年龄段有所调整。**重疾发生率调整产品还利给消费者+留空间给保险公司。**重疾剔除轻状甲状腺癌，严重恶性肿瘤发病率在某些年龄段大幅下降；新表发生率（2020 年版）较旧表（2007 年）整体重疾发生率下降；市面上大多重疾产品需要更改保险条款。预计新重疾发生率下产品小幅降价，但关键仍取决于定价利率调整。在假设重疾发生率下降 50bp 的前提下，降价幅度为 3.3%-6% 左右。

图表 26. 男性 6 病种经验发生率 2020 年版较 2007 年版，22-50 岁有明显下调 (C11)



资料来源：中国保险协会，中银证券

图表 27. 女性 6 病种经验发生率 2020 年版较 2007 年版，15-64 岁有明显下调 (C13)



资料来源：中国保险协会，中银证券

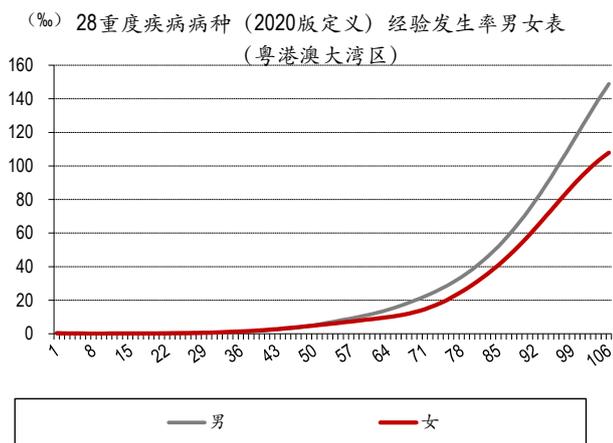
5.2 拟推出大湾区专属产品，地区保费差异化或在路上

新增粤港澳地区大湾区专属经验发生率表，地区保费差异化或在路上。本次 2020 年征求意见稿中也新增了“粤港澳大湾区产品专属”的经验发生率表。比较该表与 28 种疾病发生率（C14&C16）来看，粤港澳大湾区产品专属经验发生率表在大部分年龄段发病率更低。分性别来比较，男性平均低 10-15%；女性低 10% 左右。

不同地区经验发生率存在差异，大湾区或是重疾经验发生率分化试点。我国由于地域辽阔、不同地区饮食习惯、环境等因素不同，存在不同地区经验发生率巨大差异。以广东为代表的地区在 2019 年统计数据中，保费收入、保费密度以及保费深度均高于绝大部分地区。保险意识深入并且件均保费高于其他地区。**本次监管计划推出粤港澳大湾区产品专属，分析主要因素包括：**

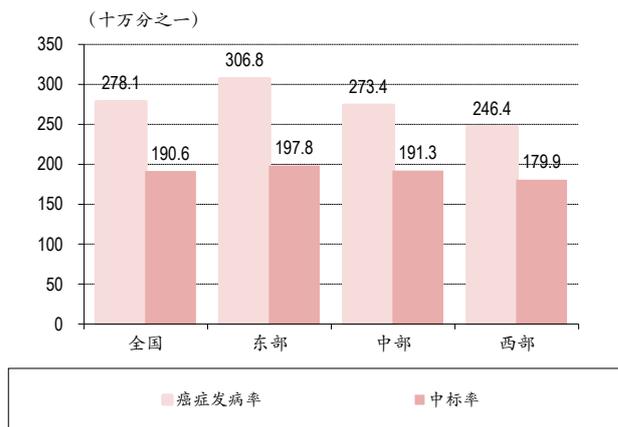
- 1) 国家政策利好大湾区，促进粤港澳保险业融合。监管鼓励符合条件的保险公司推出粤港澳大湾区专属产品，降低产品费率及重疾发生率，放宽该类型产品的定价及法定责任准备金要求。主要为监管政策刺激利好部分地区产品向粤港澳地区“趋同”，促进粤港澳保险产品互认互通，更加融合。
- 2) 可以使用更低的发生率，地区经验分化试点。粤港澳地区中香港地区重疾险一直享有更低疾病发生率（较中国内地）、重疾险早期现金价值低导致的定价低（目前银保监会也在鼓励降低中国内地重疾险的早起现金价值）、产品种类丰富（分红型、万能型及投连型）以及多币种保单。未来以粤港澳大湾区为保险产品试点，逐步在全国范围内推广分地区经验率设定，有利于分区域降低保险产品价格。
- 3) 产品互相借鉴，“近港”产品优势拓展市场。以大湾区为试点，利用地域优势向“近港”学习产品形态设计，有利于互相借鉴促进产品发展，开拓市场。

图表 28. 计划推出粤港澳地区的 28 种重疾疾病种经验发生率表



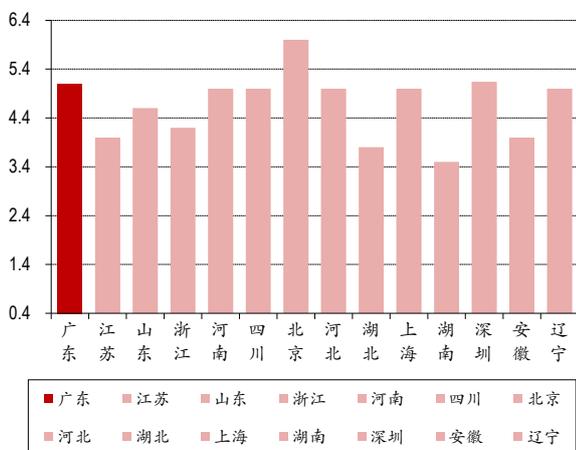
资料来源：中国保险协会，中银证券

图表 29. 西部地区癌症发病率及中标率明显低于其他地区



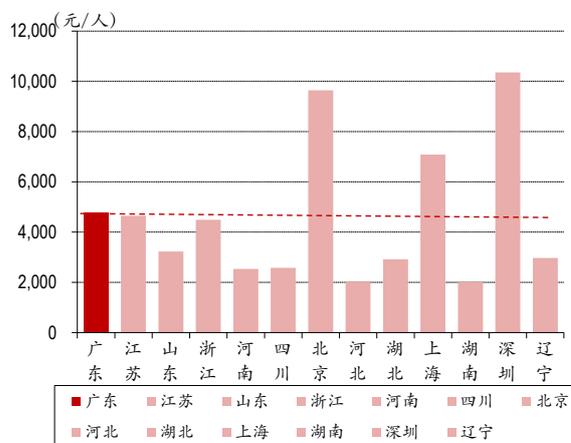
资料来源：中国保险协会，中银证券

图表 30. 2019 年部分地区保险深度数据汇总，广东地区保险密度为 5.1%



资料来源：中国保险协会，中银证券

图表 31. 2019 年部分保险密度数据中，广东地区低于北京及深圳地区，但高于其他地区



资料来源：中国保险协会，中银证券

5.3 2020 年注定是保险行业产品新旧切换年

2020 年注定是保险行业新旧产品切换年。目前行业内静待新的疾病定义使用规范正式定稿，以及配合新的重疾发生率同步出台。重疾定义第二次征求意见稿设定为 7 月 1 日为反馈截止日期，预计将在 7 月底至 8 月初，配套重疾定义及重疾发生率有望出台。由于短期“炒停售”的行为被第二次重疾定义征求意见稿抑制，并且在重疾发生率下调后，原有中小险企产品的价格调整空间进一步被压缩，行业“价格战”或不再来。保险行业的重疾险注定在下半年要进行全面的革新。

预计新重疾发生率下产品小幅降价，但关键仍取决于定价利率调整。以男性 30 岁为例，在新重疾发生率（征求意见稿）下测算，定价利率设定为 2.5%，计算重疾发生率下降 50bp 对首年保费影响。测算结果为首年保费降价 255.6 元，降价幅度为 3.3%。调整定价利率可知，在假设重疾发生率下降 50bp 的前提下，降价幅度为 3.3%-6% 左右。预计新重疾发生率下产品有望小幅降价，但主要产品预定利率调整与首年保费敏感度更高，最后降价仍取决于保险公司定价利率。

图表 32.不同定价利率和重疾率下的均衡保费

均衡保费	定价利率								
	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%	
0.95	10,365.29	8,931.54	7,729.75	6,718.93	5,865.82	5,143.35	4,529.43	4,005.98	
0.96	10,430.26	8,989.54	7,781.64	6,765.46	5,907.65	5,181.06	4,563.51	4,036.85	
0.97	10,494.68	9,047.08	7,833.14	6,811.68	5,949.22	5,218.54	4,597.39	4,067.56	
0.98	10,558.54	9,104.16	7,884.27	6,857.57	5,990.52	5,255.79	4,631.08	4,098.11	
0.99	10,621.86	9,160.78	7,935.01	6,903.15	6,031.55	5,292.82	4,664.59	4,128.51	
重疾率调整	1	10,684.65	9,216.96	7,985.39	6,948.41	6,072.32	5,329.64	4,697.91	4,158.75
	1.01	10,746.90	9,272.70	8,035.39	6,993.37	6,112.84	5,366.23	4,731.05	4,188.83
	1.02	10,808.63	9,328.00	8,085.03	7,038.03	6,153.10	5,402.61	4,764.01	4,218.76
	1.03	10,869.84	9,382.87	8,134.31	7,082.38	6,193.10	5,438.78	4,796.78	4,248.54
	1.04	10,930.54	9,437.32	8,183.24	7,126.43	6,232.86	5,474.74	4,829.39	4,278.17
	1.05	10,990.74	9,491.34	8,231.81	7,170.20	6,272.37	5,510.49	4,861.81	4,307.66

资料来源：中银证券预测

六、投资建议

当前保险股估值已处于历史低位，向下空间有限。关注保险估值新核心驱动因素。

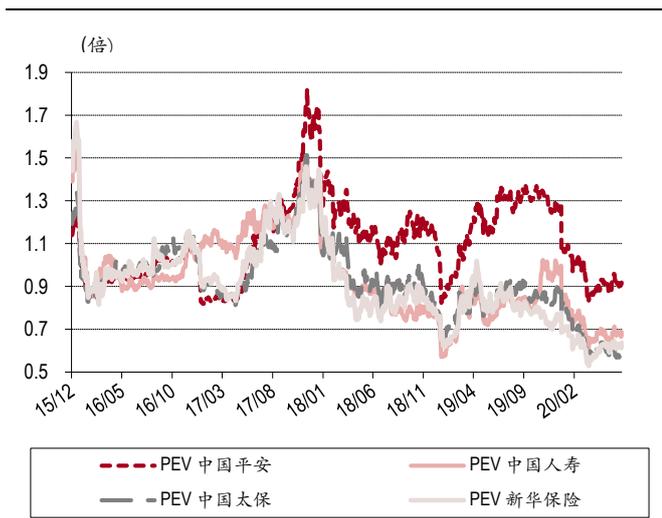
“新冠”疫情对渠道影响>新业务影响，行业改革推动韧性。疫情影响的是短期（一季度）的新单业务，但综合来讲我国保险密度、保险深度等保险需求不会发生本质上改变。并且在长期重视健康保障的培育环境下，保险需求有望更快被激发，消费者对于保险产品的需求“不减反增”。而由上市险企先行带起的寿险改革有望改善整体行业业态及景气度。

新业务增速低点已过，下半年关注重疾险新产品带来的阶段性行情。2020年上半年因疫情影响“开门红”及二季度销售节奏调整，叠加上市险企均处于寿险改革时期，新单业务低增速及负增速。预计下半年受疫情影响负债端的不利因素弱化，叠加下半年重疾定义及和重疾发生率调整，上半年人力储备带来的产能刺激，下半年或出现阶段性高景气，新业务有望同比持平或小幅正向增长。

长端利率企稳反弹，低位预期扭转保险估值。一季度长端利率快速下行，市场对于低利率的担忧持续压抑保险股估值。市场反应放大了短期长端利率下行对于保险公司基本面的影响。随着二季度十年期国债收益率企稳反弹，长端利率在低预期基础上扭转，驱动保险公司资产端估值修复。

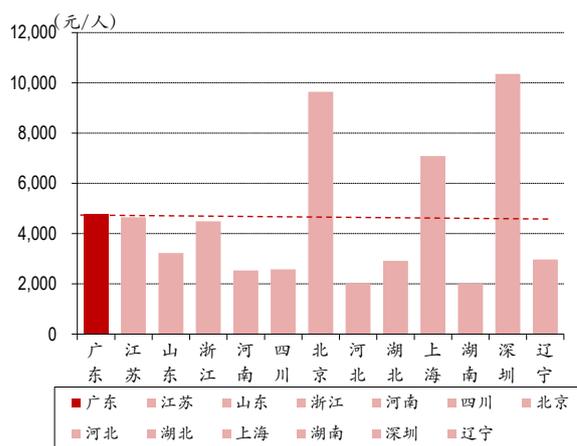
监管压力出现边际放松，行业进入“后疫情时代缓冲期”。在疫情持续时间，监管除重疾定义重疾发生率重大行业调整外，还部分放宽了严监管政策，给与保险行业短暂“后疫情时代缓冲期”。例如：银保监会暂缓代理人“双录”要求，短暂性给保险行业代理人清虚的过渡期；放开长期可变费率的医疗险以及战略扶持大湾区保险产品“互认互通”等，有利于保险行业顺利从缓冲期过渡到复苏期。

图表 33. 保险行业目前 PEV 目前已处于估值底部



资料来源：万得，中银证券

图表 34. 2019 年部分保险密度数据中，广东地区低于北京及深圳地区，但高于其他地区



资料来源：中国保险协会，中银证券

图表 35.上市险企估值表

代码	公司	股价		2018	2019	2020E	2021E	2022E	评级
601628.SH	中国人寿	35	EVPS	28.13	33.33	38.27	44.52	51.93	增持
			P/EV	1.24	1.05	0.91	0.79	0.67	
			NBVPS	1.75	2.08	2.18	2.39	2.68	
			NBVX	19.96	16.84	16.06	14.60	13.06	
601318.SH	中国平安	78.22	EVPS	54.84	65.67	78.96	95.16	113.65	买入
			P/EV	1.43	1.19	0.99	0.82	0.69	
			NBVPS	3.95	4.15	4.29	4.76	5.36	
			NBVX	19.78	18.83	18.22	16.45	14.58	
601601.SH	中国太保	30.23	EVPS	34.94	41.16	47.37	54.44	62.44	增持
			P/EV	0.87	0.73	0.64	0.56	0.48	
			NBVPS	2.82	2.56	2.66	2.96	3.37	
			NBVX	10.72	11.82	11.36	10.21	8.98	
601336.SH	新华保险	54.57	EVPS	55.51	65.73	72.94	82.95	95.45	增持
			P/EV	0.98	0.83	0.75	0.66	0.57	
			NBVPS	3.91	3.13	3.23	3.67	4.14	
			NBVX	13.94	17.41	16.89	14.86	13.19	
行业平均 PEV				1.13	0.95	0.82	0.71	0.60	

资料来源: 万得, 中银证券

*以 2020 年 7 月 16 日收市价为标准

七、风险提示

保障型产品保费增速不及预期；市场波动对投资收益、估值的双重影响；利率下行带来的险企投资不确定性；疫情蔓延程度超预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371