

## 负债端持续改善，长端利率触底反弹及权益投资比例上限放宽利好投资端表现

### ——7月行业动态报告

#### 核心观点

- 1) **产品升级和代理人增员助力保费持续增长，部分险企新单压力仍存。**2020年6月单月，上市险企累计原保费收入同比增长7.52%，环比增长31.99%，远超5月单月保费环比表现。2020年二季度以来，上市险企聚焦保障型产品销售与升级，叠加代理人增员活动开展，持续助力保费增长和价值修复。中国平安推出守护百分百产品，兼顾满期给付与终身保障，性价比突出；中国人寿升级“康宁”系列，上线康宁保A/B款，覆盖120种重大疾病，保障与赔付各具特色、灵活度高；中国太保升级金福人生，覆盖105种重疾，55种轻症，并对成人失能以及10种老年人高发特定重疾额外给付；新华保险发力健康类和保障类产品以及高价值的年金型产品，主打健康无忧宜家版，同时推进寿险与康养业务协同，推出颐养金生终身年金险产品。部分上市险企新单压力仍存。2020年6月单月，中国平安个险新单保费同比和环比分别减少15.50%和13.89%；2020Q2单季，中国太保代理人渠道新单保费同比和环比分别下降20.5%和41.4%。
- 2) **当前疫情防控取得重要成效，复工复产全面推进，经济复苏趋势确立，稳货币宽信用对利率形成支撑，长债收益率触底反弹，中枢上移，险企投资端改善可期。**2020Q2，GDP同比增速达3.20%，较2020Q1改善明显；截至2020年7月31日，10年期国债收益率2.97%，较4月最低点的2.50%上升46.55个BP，较6月末进一步改善14.34个BP。
- 3) **监管发力财险改革和险资运用，推动行业高质量发展。**产品端，银保监会就车险综合改革公开征求意见，建立市场化条款费率形成机制，加速产品与服务类别创新，优化保障责任，同时通过降低附加费用规范市场秩序，切实降低消费者成本；发布财产保险公司监管主体责任改革方案，对财产保险公司的监管主体责任进行了划分，旨在落实放管服精神和监管主体责任、防范化解金融风险。投资端，银保监会发布保险资金参与金融衍生产品、国债期货和股指期货交易相关政策，有助于险资丰富风险对冲工具，强化资产负债管理，增强风险抵御能力；优化保险公司权益类资产配置监管，放宽险企权益投资比例上限至45%，通过设置差异化监管比例赋予险企更多自主投资权，有利于险企优化资产配置，提升投资收益率。
- 4) **保险板块7月表现弱于沪深300，估值处于历史低位，机构配置意愿有所减弱。**截至2020年7月末，保险板块单月上涨8.39%，低于同期沪深300指数4.37个百分点；4家上市险企平均PEV为0.82，远低于2011年以来的历史均值(1.23)。机构对保险板块配置意愿有所减弱。截至2020年6月末，机构持保险板块总市值占机构重仓股总市值的1.25%，较上季度末减少0.58个百分点；保险板块重仓股总市值为157.60亿元，较上季末减少8.12%；保险板块重仓持股基金数为565家，较上季度末减少84家。

#### ● 投资建议

新冠疫情防控取得重要成效，代理人线下展业稳步推进，疫情刺激居民风险保障意识增强，险企加大增员激励，拓展保障型产品销售力度，负债端改善。经济复苏趋势确立，稳货币宽信用对利率形成支撑，长债收益率筑底反弹，险企投资端改善可期。当前价格对应板块2020年P/EV在0.63-1.00倍之间，估值处于历史低位，性价比高，建议关注板块配置价值。推荐顺序为：新华保险(601336.SH)、中国人寿(601628.SH)、中国平安(601318.SH)、中国太保(601601.SH)。

#### ● 风险提示

长端利率曲线持续下移的风险；保险产品销售不及预期的风险。

#### 保险行业

**推荐** 维持评级

#### 分析师

武平平

✉: 010-66568224

✉: wupingping@chinastock.com.cn

分析师登记编号: S0130516020001

张一纬

✉: 010-66568668

✉: zhangwei\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号: S0130519010001

杨策

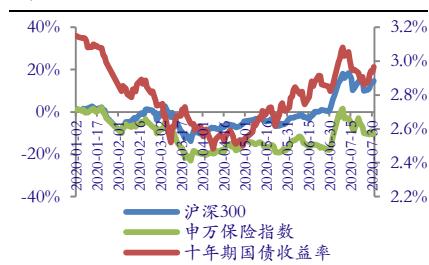
✉: 010-66568643

✉: yangce\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号: S0130520050005

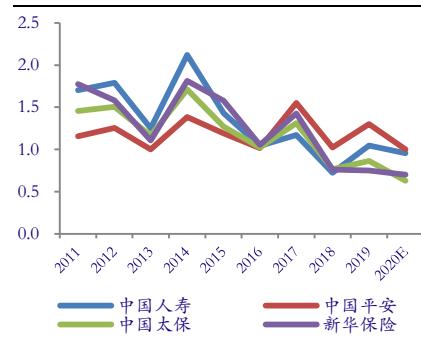
#### 行业数据

2020.7.31



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

#### 上市险企估值表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 目 录

|  |    |
|--|----|
| 一、保险：社会保障体系重要组成部分，战略地位不断提升.....        | 3  |
| 二、产品升级和代理人增员助力保费增长，投资端改善可期.....        | 3  |
| (一) 6月单月保费环比改善明显，负债端持续改善.....          | 3  |
| (二) 上市险企6月保费环比表现靓丽，部分险企新单压力仍存 .....    | 4  |
| (三) 长债收益率触底回升，险企投资端改善可期 .....          | 8  |
| 三、监管发力财险改革和险资运用，推动行业高质量发展.....         | 10 |
| 四、保险业在资本市场中的发展情况.....                  | 11 |
| (一) 保险板块市值及占比位居市场前列，7月市值占比略有回升 .....   | 11 |
| (二) 板块7月及年初至今表现均弱于沪深300，估值处于历史低位 ..... | 12 |
| (三) 非银板块处于低配状态，机构对保险板块的配置意愿有所减弱 .....  | 13 |
| 五、行业面临的问题及建议.....                      | 17 |
| (一) 现存问题.....                          | 17 |
| 1.保险纠纷、保险欺诈等现象仍存，保险市场秩序有待进一步规范 .....   | 17 |
| 2.优质保险产品和服务供给不足，保险产品创新能力不充分 .....      | 18 |
| 3.现代科技迅速发展，保险业传统经营模式受到挑战 .....         | 18 |
| (二) 建议及对策.....                         | 18 |
| 1.增强消费者保护，优化行业生态环境 .....               | 18 |
| 2.重视保险产品和服务创新，增加保险产品的供给能力 .....        | 18 |
| 3.科技赋能商业模式变革，助推保险行业转型升级 .....          | 18 |
| 六、投资建议及风险提示.....                       | 19 |
| 插图目录.....                              | 20 |
| 表格目录.....                              | 20 |

## 一、保险：社会保障体系重要组成部分，战略地位不断提升

保险是社会保障体系的重要组成部分，肩负着促进改革、保障经济、稳定社会、造福人民的重要使命。近年来，随着社会消费结构不断升级，居民改善生活质量的需求明显上升，叠加2020年以来新冠疫情的影响，居民风险保障意识提升，企业风险敞口暴露，保险的价值凸显，逐步成为居民与实体经济风险管理的重要手段。

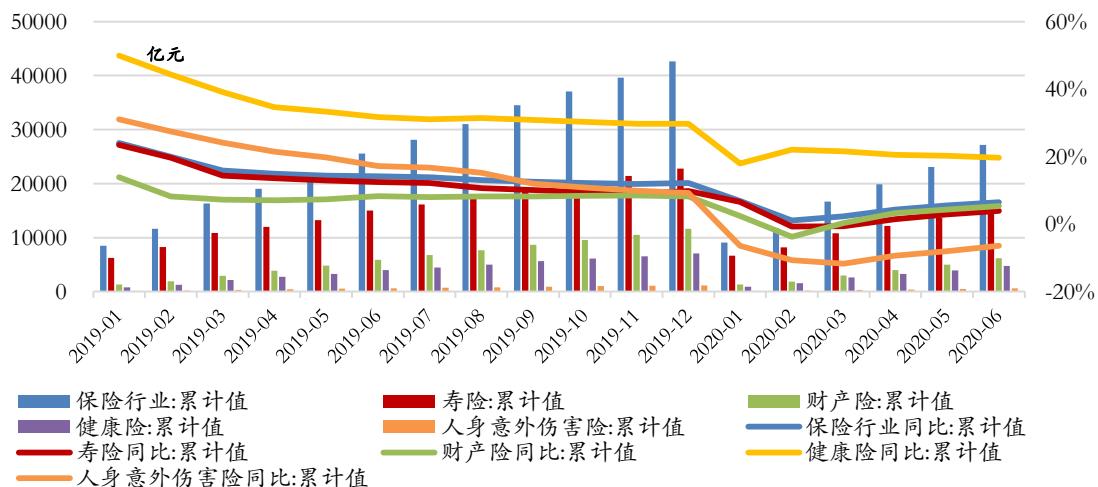
保险业战略地位提升，政策红利释放，为保险业发展打开空间。险企能够为实体经济和居民提供风险保障服务，同时险资具有长期性、稳定性和追求绝对收益等特征，能够有效满足实体经济长期融资需求，促进资本市场稳健运行。国家大力支持保险发展，保险业战略地位提升。2014年“新国十条”出台、保险业“十三五规划”和保险业支持实体经济发展指导意见相继发布、2018年政府工作报告13次提及保险，2019年险企佣金手续费税前扣除政策出台、2020年《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》发布，政策红利不断释放，积极构筑实体经济的风险管理保障体系，大力引导保险资金服务国家发展战略，不断创新保险业服务实体经济形式，为保险业发展打开空间。

## 二、产品升级和代理人增员助力保费增长，投资端改善可期

### （一）6月单月保费环比改善明显，负债端持续改善

2020年1-6月行业保费同比增速相较前5月实现持续改善，但仍低于去年同期水平。2020年1-6月，保险行业累计实现原保费收入27186.24亿元，同比增长6.46%，维持3月以来的持续改善之势，但依旧低于去年同期水平（YOY: +14.16%）。除意外险外，各险种保费同比均实现增长，健康险表现靓丽。2020年1-6月，寿险保费15618.92亿元，同比增长3.94%；健康险保费4759.69亿元，同比增长19.71%；意外险保费600.17亿元，同比减少6.37%；产险保费6207.46亿元，同比增长5.34%。

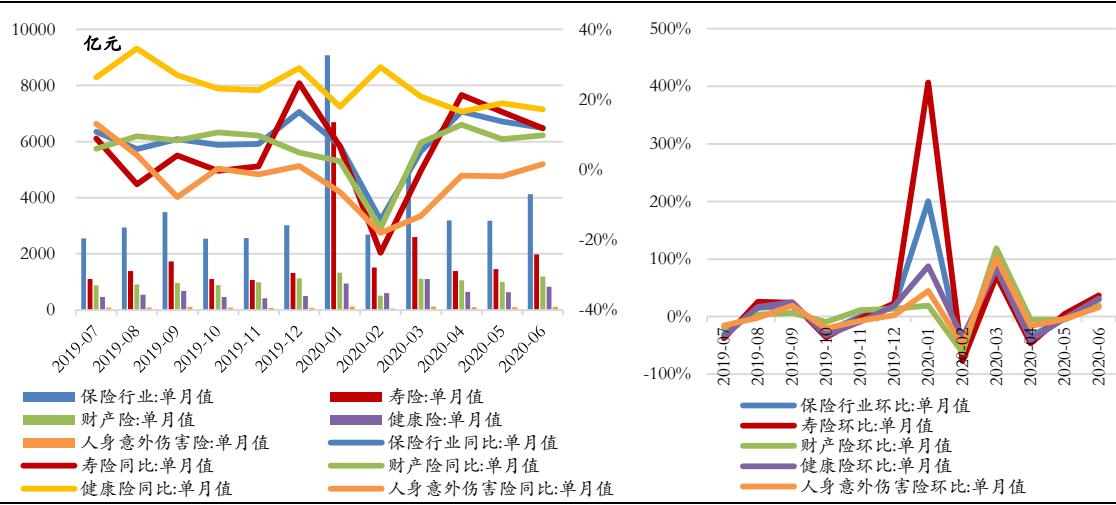
图 1：保险行业1-6月原保费收入及增速情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

单月保费数据来看，保险行业保费同比持续增长，环比改善明显。2020年6月单月，保险行业实现原保险保费4122.44亿元，同比增长11.93%，延续3-5月以来的持续增长态势，环比增长29.74%，较5月改善明显(MOM: -0.43%)。各类险种单月保费同比、环比均实现不同程度增长。2020年6月单月，寿险业务实现保费收入1984.30亿元，同比增长11.79%，环比增长36.68%；健康险业务实现保费收入832.89亿元，同比增长17.14%，环比增长31.45%；意外险业务实现保费收入110.77亿元，同比增长1.62%，环比增长16.37%；产险业务实现保费收入1194.48亿元，同比增长9.79%，环比增长19.84%。

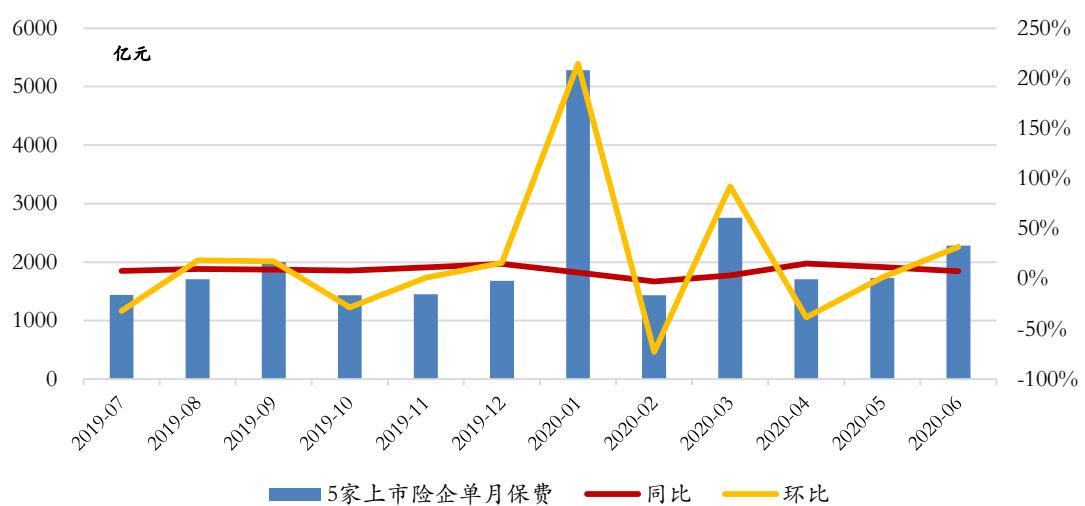
图 2：保险行业6月单月原保费收入及增速情况



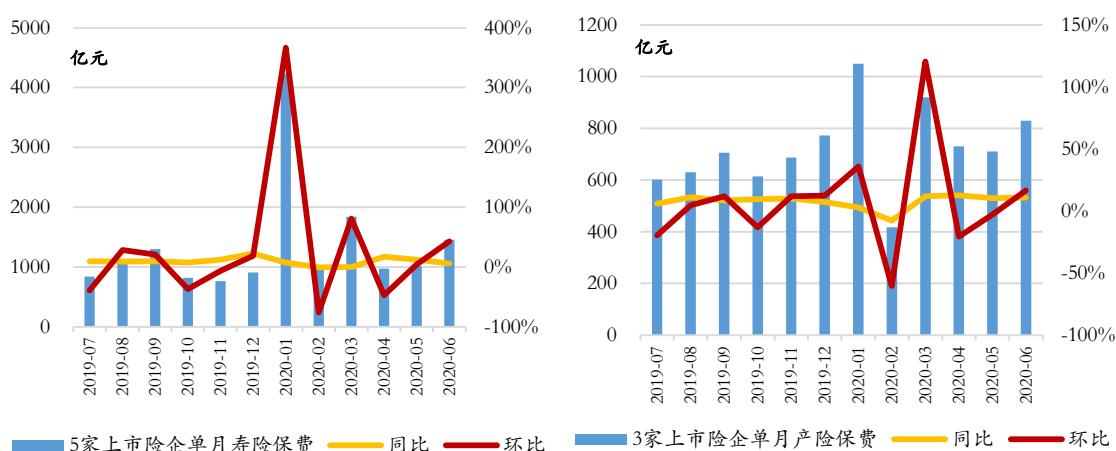
资料来源：Wind，银保监会，中国银河证券研究院整理

## （二）上市险企6月保费环比表现靓丽，部分险企新单压力仍存

受产品升级和代理人增员带动销售影响，上市险企6月单月保费同比持续增长，环比上涨幅度较大。2020年6月单月，5家上市险企累计实现原保费收入2282.01亿元，同比增长7.52%，增速略有收窄，环比增长31.99%，远超5月单月保费表现(MOM: +1.39%)。其中，寿险保费收入1453.03亿元，同比增长5.65%，环比增长42.76%；产险保费收入828.97亿元，同比增长10.98%，环比增长16.56%。

**图 3: 5家上市险企6月单月保费表现**


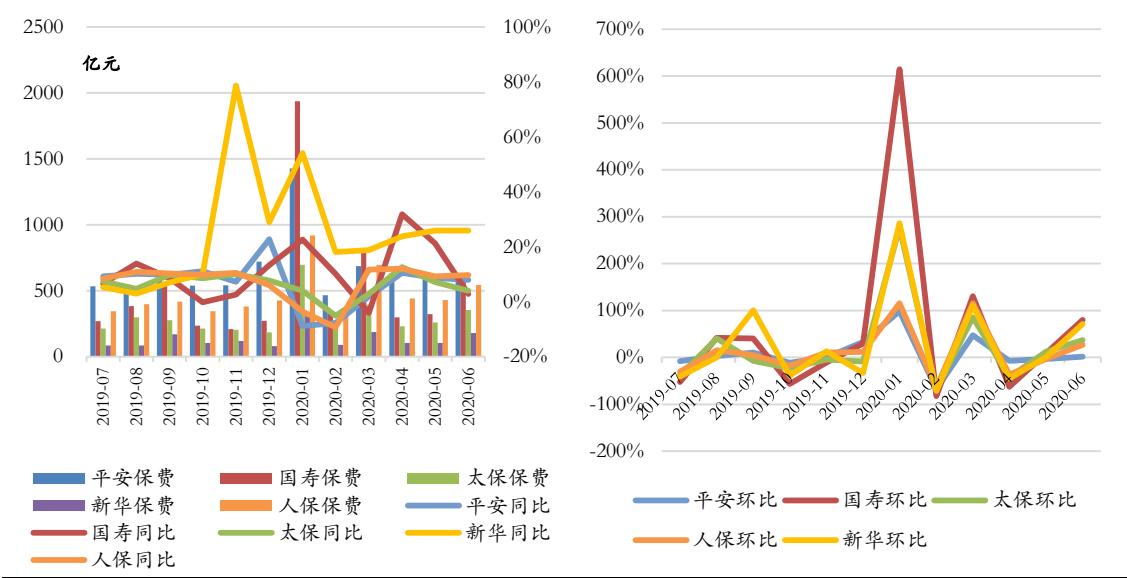
资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院整理

**图 4: 上市险企6月单月寿险和产险保费表现**


资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院整理

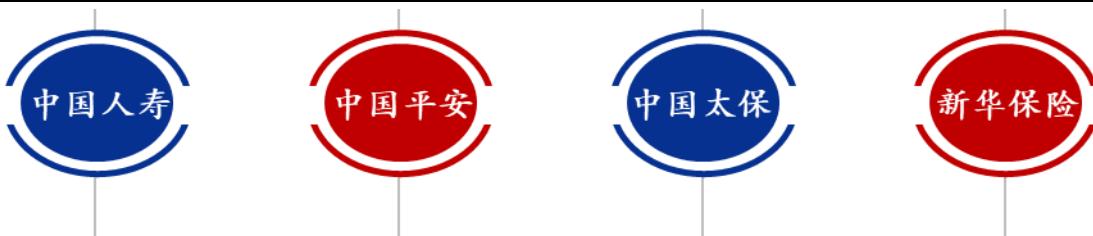
单个上市险企来看,5家上市险企单月保费同环比均有增长。2020年6月单月,中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险和中国人保保费同比分别增长7.90%、2.83%、3.91%、25.92%和9.65%,环比分别增长1.50%、80.01%、36.90%、71.42%和26.95%。2020年二季度以来,上市险企聚焦保障型产品销售与升级,叠加代理人增员活动开展,持续助力保费增长和价值修复。中国平安推出守护百分百产品,兼顾满期给付与终身保障,性价比突出;中国人寿升级“康宁”系列,上线康宁保A/B款,组合保障责任覆盖120种重大疾病,保障与赔付各具特色、灵活度高;中国太保升级金福人生,覆盖105种重疾,55种轻症,并对成人失能以及10种老年人高发特定重疾额外给付;新华保险发力健康类和保障类产品以及高价值的年金型产品,主打健康无忧宜家版,同时启动寿险与康养业务协同工作,推出颐养金生终身年金产品。

图 5：各家上市险企 6 月单月保费表现



资料来源：Wind, 公司公告，中国银河证券研究院整理

图 6：上市险企代理人增员与激励政策



启动“鼎鑫工程”；积极开展线上增员和队伍经营；出台短期激励政策，基于保障型业务目标达成以及新产品销售保额超10万元予以额外费用奖励。

坚持有质量的人力发展策略，升级线上队伍经营管理平台，实现增员、培训、获客展业等经营管理的高效运转；调整代理人佣金分层标准，鼓励销售高保额产品。

推动营销队伍在线销售、在线增募和在线管理；推出短期激励政策，增加佣金5%-10%以及目标达成额外费用奖励。

实施“赢在新华”专项组织发展方案；推出短期激励，从业务达成、合格人力达成等维度进行奖励，注重绩优体系建设。

资料来源：新浪财经，公司公告，中国银河证券研究院整理

表 1：上市险企主打保障型产品情况

| 保险公司 | 产品           | 类别      | 简介  |
|------|--------------|---------|---|
| 中国平安 | 守护百分百        | 两全险加重疾险 | 按主附险所交保费 100% 给付满期生存金；覆盖 80 种重疾，按保额和组合现价较高给付身故保险金或重大疾病保险金，终身保障，出险合同终止。  |
| 中国人寿 | 康宁保 A 款和 B 款 | 两全险     | A 款：覆盖 120 种重大疾病，重疾按附加合同保额 100% 进行赔付。30 年期满按主合同保额对应比例给付满期保险金。<br>B 款：覆盖 120 种重大疾病，60 种特定疾病。60 种特定疾病保障最高可享三次赔付，每次为保额的 20%，累计可达保额的 60%，附加合同不因给付特定疾病保险金而终止。120 种重大疾病保障为保额的 100%，累计疾病保障 |

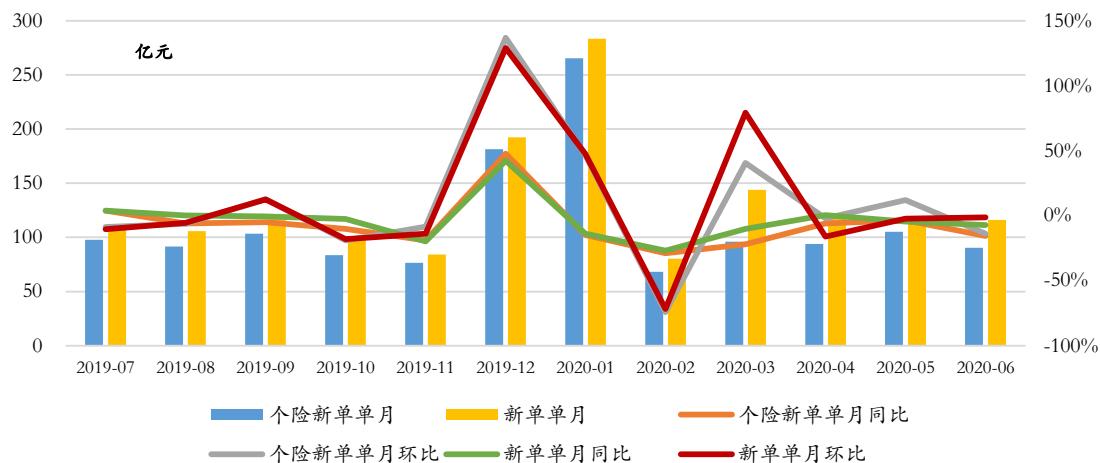
最高为保额的 160%。

|      |                         |          |  |
|------|-------------------------|----------|--|
| 中国太保 | 金福人生                    | 终身寿险加重疾险 | 覆盖 105 种重疾，55 种轻症（三次赔付），身故保障，意外伤残（可选）；成人失能额外给付以及 10 种老年人高发特定重疾额外给付。                          |
| 新华保险 | 健康无忧重大疾病保险（宜家版）等 15 款产品 | 疾病险      | 保险责任扩展有效期由 2020 年 6 月 30 日延长至 2020 年 9 月 30 日，如确诊新冠肺炎且临床分型为重型或危重型的，按保额的 30% 额外给付保险金，原保险责任不变。 |

资料来源：新浪财经，公司官网，公司公告，中国银河证券研究院整理

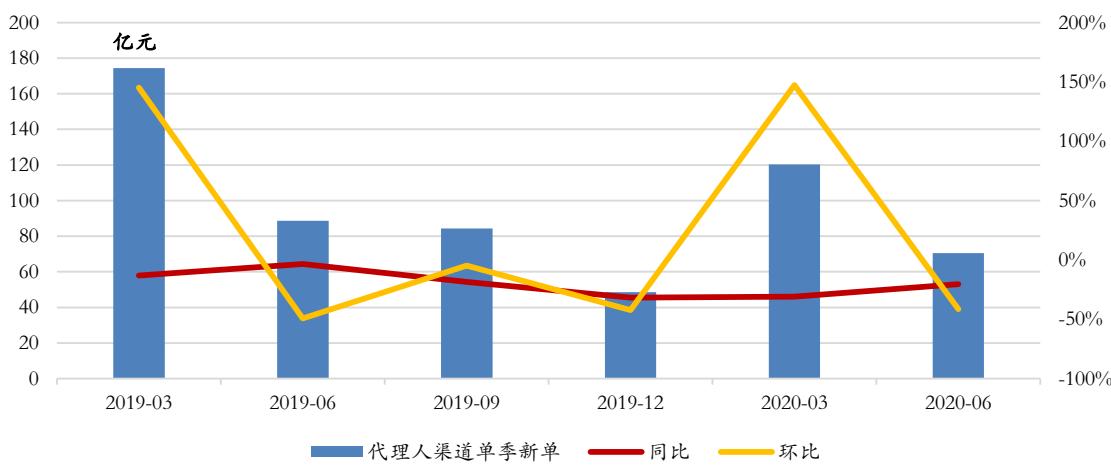
部分上市险企新单保费同比持续下滑，压力仍存。2020 年 6 月单月，中国平安个险新单保费 90.50 亿元，同比减少 15.50%，环比减少 13.89%；2020Q2 单季，中国太保代理人渠道新单保费 70.43 亿元，同比下降 20.5%，降幅较 2020Q1 有所收窄，环比下降幅度达 41.4%。

图 7：中国平安 6 月单月新单保费表现



资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院整理

图 8：中国太保 2020Q2 单季新单保费表现

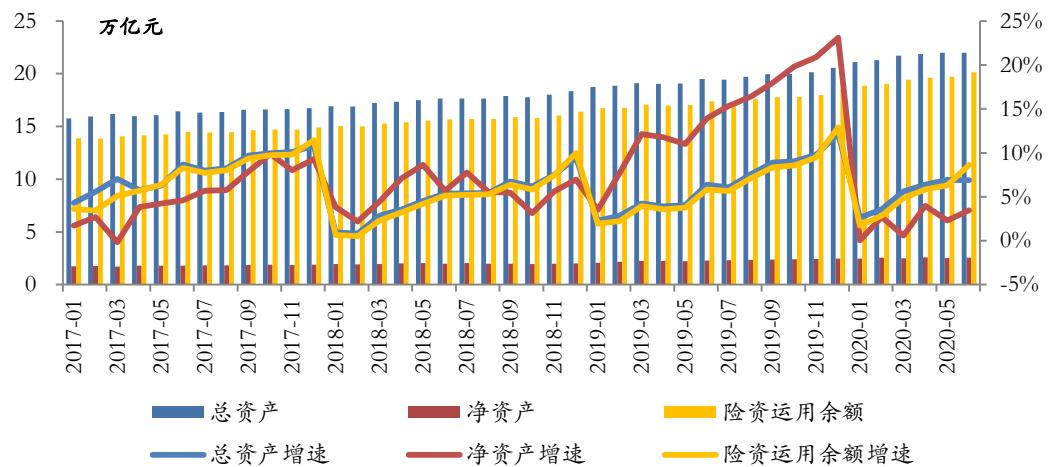


资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院整理

### (三) 长债收益率触底回升，险企投资端改善可期

2020年以来，保险行业资产规模稳健增长。截至2020年6月末，保险行业总资产21.98万亿元，较年初增长6.88%；净资产2.57万亿元，较年初增长3.47%；险企资金运用余额20.13万亿元，较年初增长8.63%。

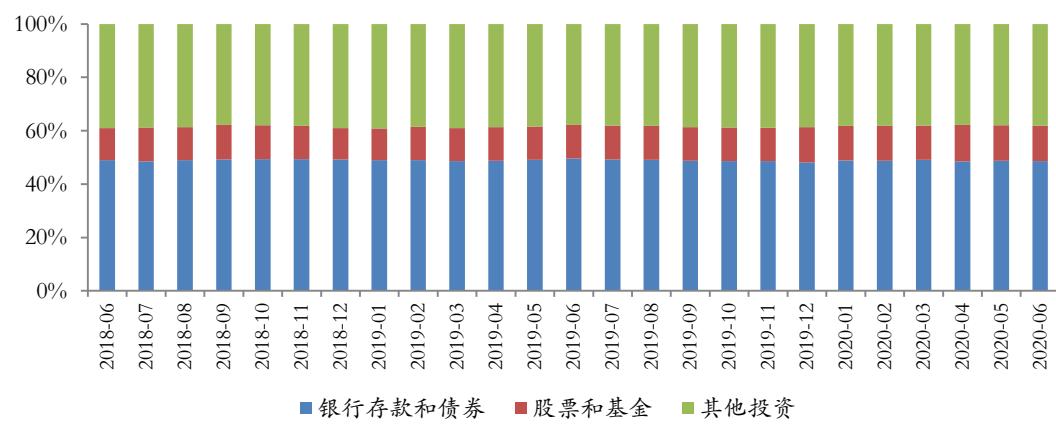
图 9：保险资产规模及增速



资料来源：银保监会，中国银河证券研究院整理

随着市场行情与政策环境变化，保险行业资产配置结构不断调整。险企固定收益类和权益类资产<sup>1</sup>配置比重上升，其他投资配置比重下降。截至2020年6月末，固定收益类资产配置比例48.62%，较年初增加0.44个百分点；权益类资产配置比例13.33%，较年初增加0.18个百分点；其他类投资比例38.05%，较年初减少0.62个百分点。

图 10：保险资金运用结构



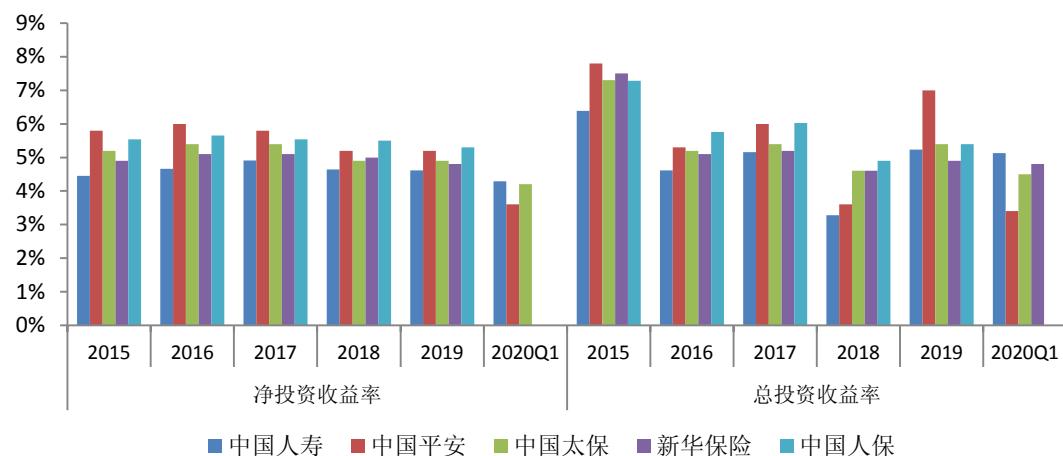
资料来源：银保监会，中国银河证券研究院整理

备注：固定收益类资产包含债券与银行存款；权益类资产包含股票与基金

<sup>1</sup> 固定收益类资产包含债券与银行存款；权益类资产包含股票与基金，以下皆同

年初新冠疫情冲击宏观经济运行，监管加大逆周期调节力度，降准降息，引导市场利率下行，长债收益率降至低位，投资端表现承压，引发市场利差损担忧。2020Q1，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险总投资收益率分别 5.13%/3.40%/4.50%/4.80%，较 2019 年分别减少 0.10/3.60/0.90/0.10 个百分点；中国人寿/中国平安/中国太保净投资收益率分别为 4.29%/3.60%/4.20%，较 2019 年分别减少 0.32/1.60/0.70 个百分点。

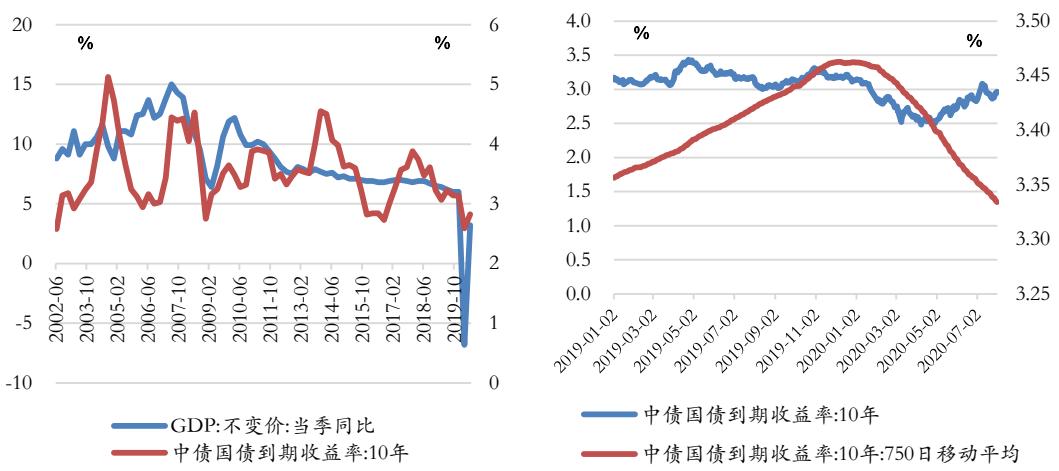
图 11：上市险企总投资收益率和净投资收益率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

当前疫情防控取得重要成效，复工复产全面推进，经济复苏趋势确立，稳货币宽信用对利率形成支撑，长债收益率触底反弹，中枢上移，险企投资端改善可期。2020Q2，GDP 同比增速达 3.20%，较 2020Q1 改善明显；截至 2020 年 7 月 31 日，10 年期国债收益率 2.97%，较 4 月最低点的 2.50%上升 46.55 个 BP，较 6 月末进一步改善 14.34 个 BP。未来随着长债收益率中枢上移，750 天移动平均线下行压力有望实现缓解。

图 12：中美十年期国债收益率及利差情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 三、监管发力财险改革和险资运用，推动行业高质量发展

7月，银保监会主要围绕财产险领域改革、险企资金运用出台系列政策，同时就险企偿付能力管理公开征求意见，进一步优化监管机制，促进行业健康发展。

产品端来看，银保监会就车险综合改革公开征求意见，以“保护消费者权益”为主要目标，短期内将“降价、增保、提质”作为阶段性目标，促进车险业高质量发展，主要涉及建立市场化条款费率形成机制，加速产品与服务类别创新，优化保障责任，同时通过降低附加费用规范市场秩序，切实降低消费者成本，也符合中央关于“减税降费”和金融业向实体经济让利的精神；发布财产保险公司、再保险公司监管主体责任改革方案，对财产保险公司、再保险公司的监管主体责任进行了划分，厘清了银保监会和属地监管局的监管职责分工，明确了监管横向、纵向联动的主要工作内容，旨落实放管服改革精神和监管主体责任、防范化解金融风险。

投资端来看，银保监会发布保险资金参与金融衍生产品、国债期货和股指期货交易相政策，推进保险机构参与国债期货交易，完善险资参与金融衍生品交易监管，有助于险资丰富风险对冲工具，强化资产负债管理，增强风险抵御能力；优化保险公司权益类资产配置监管，根据保险公司偿付能力充足率、资产负债管理能力及风险状况等指标，明确八档权益类资产监管比例，最高可到占上季末总资产的45%，通过设置差异化监管比例赋予险企更多自主投资权，有利于险企优化资产配置，提升投资收益率。

偿付能力管理方面，银保监会在“偿二代”实施成果基础上，明确偿付能力监管的三支柱框架，完善偿付能力监管指标体系，强化险企偿付能力管理的主体责任，提升偿付能力信息透明度并完善偿付能力监管措施，旨在防范化解金融风险、补齐监管制度短板，加强偿付能力监管和保护保险消费者利益。

表 2：2020 年保险业政策

| 日期        | 事件                                   | 核心内容   |
|-----------|--------------------------------------|--|
| 2020/7/1  | 银保监会发布《保险资金参与国债期货交易规定》               | 一是明确参与目的与期限，保险资金参与国债期货应以对冲风险为目的，不得用于投机目的。二是明确保险资金参与方式，保险资金应以资产组合形式参与并开立交易账户，实行账户、资产、交易、核算等的独立管理，严格进行风险隔离。三是规定卖出及买入合约限额，控制杠杆比例，强化流动性风险管理。四是强化操作、技术、合规风险管控。五是明确监督管理和报告有关事项。    |
| 2020/7/1  | 银保监会发布《保险资金参与金融衍生产品交易办法》             | 一是明确保险资金运用衍生品的目的，删除期限限制，具体期限根据衍生品种另行制定。二是强化资产负债管理和偿付能力导向，根据风险特征的差异，分别设定保险公司委托参与和自行参与的要求。三是新增保险资金参与衍生品交易的总杠杆率要求。四是严控内幕交易、操纵证券和利益输送等行为。  |
| 2020/7/1  | 银保监会发布《保险资金参与股指期货交易规定》               | 一是调整对冲期限、卖出及买入合约限额和流动性管理相关要求。二是明确合同权责约定，委托投资和发行资管产品应在合同或指引中列明交易目的、比例限制、估值方法、信息披露、风险控制、责任承担等事项。三是增加回溯报告，保险机构参与股指期货须每半年报告买入计划与实际执行的偏差。   |
| 2020/7/9  | 银保监会发布《关于实施车险综合改革的指导意见（征求意见稿）》公开征求意见 | 主要包括总体要求、提升交强险保障水平、拓展和优化商车险保障服务、健全商车险条款费率市场化形成机制、改革车险产品准入和管理方式、推进配套基础建设改革、全面加强和改进车险监管、明确重点任务职责分工、强化保障落实等内容。实施车险综合改革，将有利于健全市场化条款费率形成机制，激发市场活力，规范市场秩序，提升服务水平，有效强化监管，促进车险高质量发展。 |
| 2020/7/17 | 银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管             | 一是设置差异化的权益类资产投资监管比例。根据保险公司偿付能力充足率、资产负债管理能力及风险状况等指标，明确八档权益类资产监管比例，最高可到占上季末总资产的45%。二是强化对重点公司的监管。明  |

---

|   |  |
|---|--|
| 有关事项的通知》  | 有关规定偿付能力充足率不足 100%的保险公司，不得新增权益类资产投资，责任准备金覆盖率不足 100%的人身险公司、资金运用出现重大风险事件、资产负债管理能力较弱且匹配状况较差、受到处罚的保险公司，权益类资产监管比例不得超过 15%。三是增加集中度风险监管指标。针对以往出现的盲目投资、投资冲动带来的过度投资、频繁举牌等不理性行为，在现有集中度指标基础上，进一步规定保险公司投资单一上市公司股票的股份总数，不得超过该上市公司总股本的 10%。四是引导保险公司开展审慎投资和稳健投资。要求保险公司应当坚持价值投资、长期投资和审慎投资原则，健全绩效考核指标体系；规定保险公司应当根据上市和非上市权益类资产风险特征，制定不同配置策略，强化投资能力建设，重点配置流动性较强、业绩较好、分红稳定的品种。   |
| 2020/7/21 银保监会发布《关于印发<财产保险公司、再保险公司监管主体责任改革方案>的通知》 | 确立了改革目标，明确了基本原则，对财产保险公司、再保险公司的监管主体责任职责进行了划分，厘清了银保监会和属地监管局的监管职责分工，明确了监管横向、纵向联动的主要工作内容。一是监管对象划分。综合考评公司业务规模、行业影响、股东背景、机构类型、发展阶段等指标，将 87 家财险公司和 13 家再保险公司划分为直接监管公司和属地监管公司。其中，直接监管公司 36 家，由银保监会承担监管主体责任，其余 64 家为属地监管公司，由属地银保监局承担监管主体责任。二是监管职责分工。银保监会统筹整体监管政策。银保监会、属地监管局分别承担直接监管公司和属地监管公司的主体责任，协同监管局配合做好辖区内分支机构的日常监管。三是监管联动。通过建立监管联动会、信息共享、专项工作交办等机制，加强监管联动，统一监管思路，分享监管信息，通报风险问题，推动部署下一步监管工作，形成监管合力。四是动态调整。一是明确偿付能力监管的三支柱框架。二是完善偿付能力监管指标体系。三是强化保险公司偿付能力管理的主体责任。四是提升偿付能力信息透明度，进一步强化市场约束。五是完善偿付能力监管措施。 |
| 2020/7/30 银保监会、央行就《保险公司偿付能力管理规定》公开征求意见            |  |

---

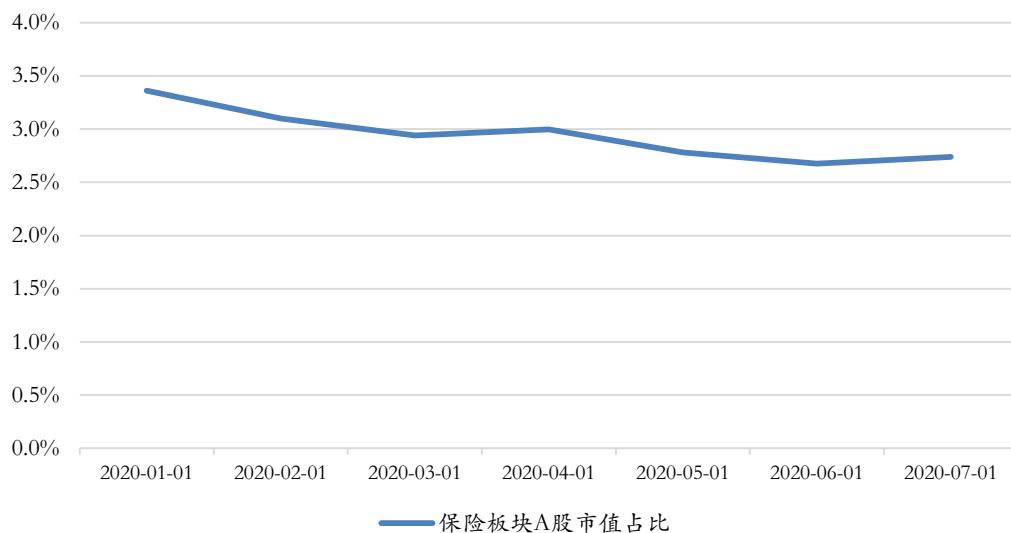
资料来源：银保监会，中国银河证券研究院整理

## 四、保险业在资本市场中的发展情况

### （一）保险板块市值及占比位居市场前列，7月市值占比略有回升

依据申万二级行业分类，截至 2020 年 7 月 31 日，保险板块含上市公司 7 家，在所有申万二级行业中排名第 94；板块累计市值 21876.83 亿元，在所有申万二级行业中排名第 6。整体来看，2020 年以来保险板块 A 股市值占比整体呈现下降之势，7 月略有回升。截至 2020 年 7 月 31 日，保险板块市值占比 2.74%，较 2020 年 6 月 30 日小幅上升 0.06 个百分点，在所有申万二级行业中排名第 6。

图 13: 2020 年保险板块市值占比变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## (二) 板块 7 月及年初至今表现均弱于沪深 300, 估值处于历史低位

截至 2020 年 7 月 31 日, 保险板块单月上涨 8.39%, 在 104 个申万二级行业中排名第 75, 低于同期沪深 300 指数涨跌幅 4.37 个百分点; 保险板块年初至今下跌 10.69%, 在 104 个申万二级行业中排名第 96, 低于同期沪深 300 指数涨跌幅 25.30 个百分点。

图 14: 保险板块及沪深 300 指数 7 月单月涨跌幅

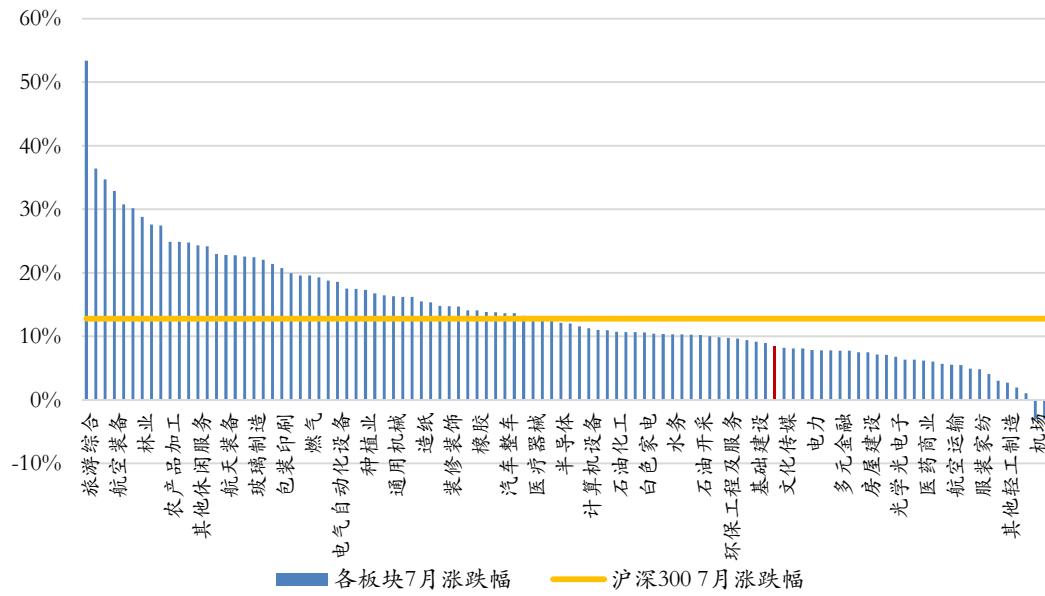
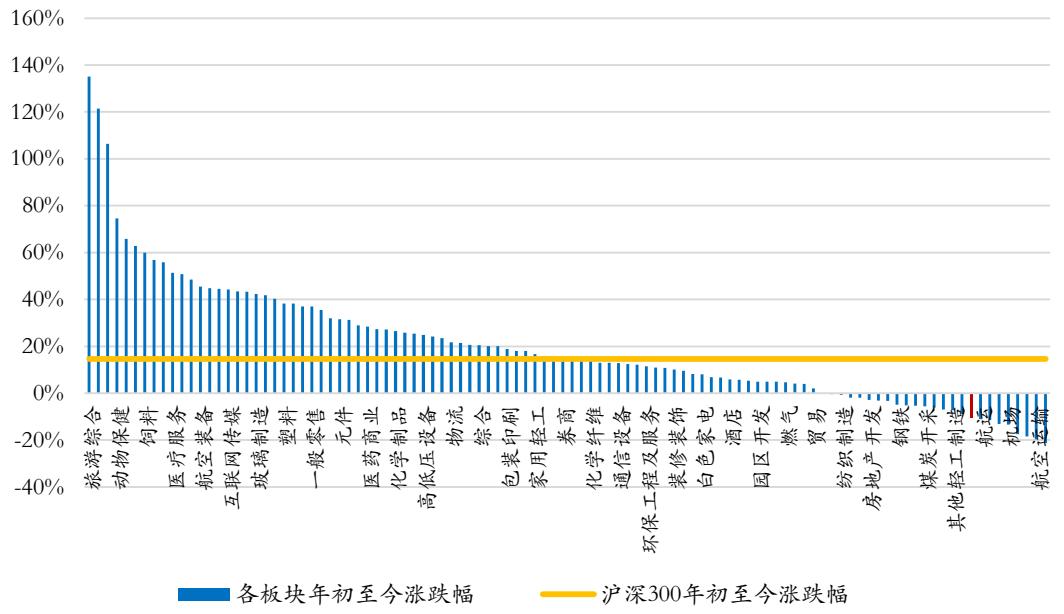


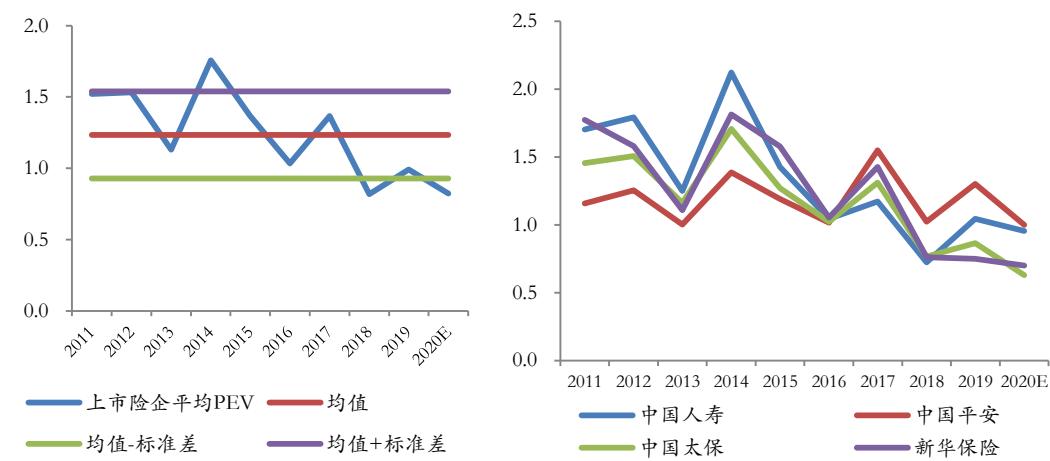
图 15：保险板块及沪深 300 指数年初至今涨跌幅



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

保险板块当前估值处于历史低位。截至 2020 年 7 月 31 日，4 家上市险企 PEV 在 0.63-1.0 倍之间，平均 PEV 为 0.82X，远低于 2011 年以来的历史均值 (1.23X)，安全边际高，配置价值凸显。

图 16：上市险企估值情况



资料来源：Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院整理

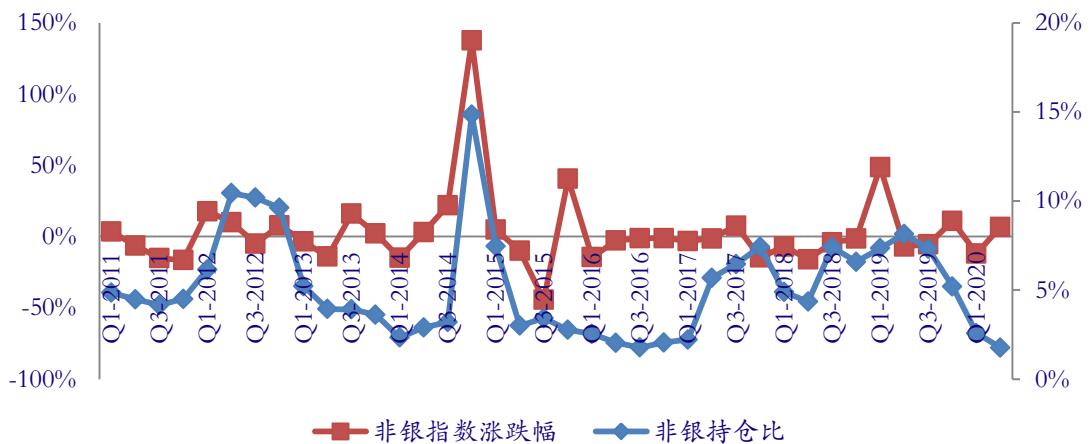
### （三）非银板块处于低配状态，机构对保险板块的配置意愿有所减弱

非银板块目前处于低配状态。我们选取主动型基金<sup>2</sup>的前十大重仓股持仓数据为样本，并

<sup>2</sup> 指开放式基金中的普通股票型基金、偏股混合型基金、平衡混合型基金、灵活配置型基金和股票多空基金

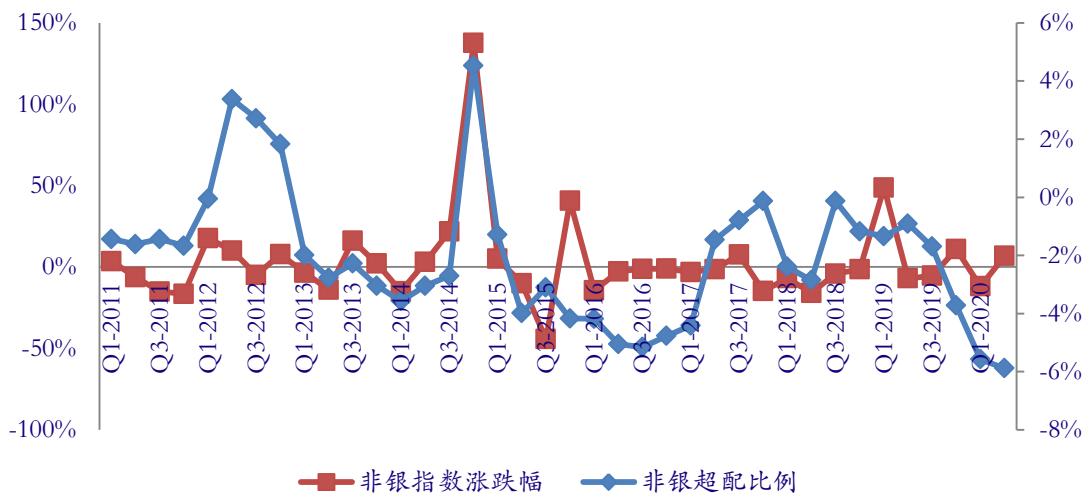
剔除港股的基金持仓数据进行分析。从指标走势相关性来看，2011Q1 至 2020Q2 的非银板块超配比例指标与非银指数走势指标的相关系数为 0.42，呈正相关。2020Q2 非银板块处于低配状态，低配比例为 5.89%，较 2020Q1 低配比例（5.58%）持续扩大。

图 17：非银基金持仓占比与非银指数走势变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 18：非银板块超配比例与非银指数走势变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

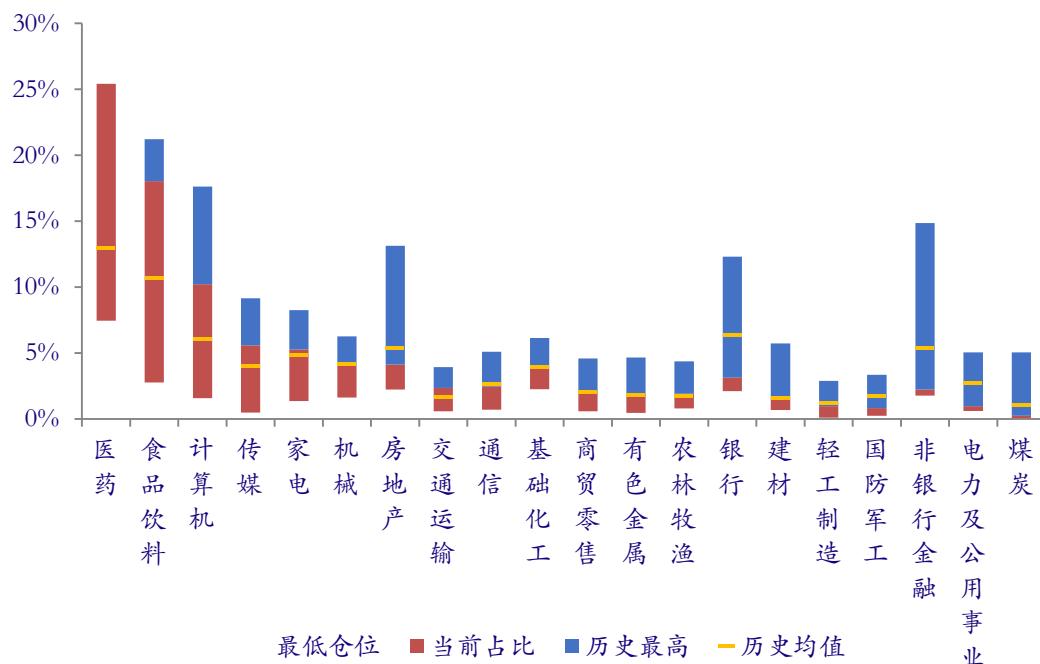
2020Q2 基金非银持仓占比有所减少，处于考察期内偏低水平。2020Q2 基金非银持仓总市值为 223.66 亿元，环比减少 7.46%，在中信一级行业中排名第 15；占比为 1.77%，较 2020Q1 减少了 0.81 个百分点。当前基金对非银板块持仓占比处于 2011 年以来的偏低位置，2011-2020Q2 基金非银持仓占比均值为 4.49%，中位数为 5.18%。

表 3: 2020Q2 基金所持各行业持股情况

| 排序 | 行业       | 持股总市值<br>(亿元) | 市值环比变化  | 所占比重   | 占比变化   |
|----|----------|---------------|---------|--------|--------|
| 1  | 医药       | 2537.27       | 53.75%  | 20.07% | 2.49%  |
| 2  | 食品饮料     | 1800.49       | 35.61%  | 14.24% | 0.09%  |
| 3  | 电子       | 1502.20       | 66.30%  | 11.88% | 2.26%  |
| 4  | 计算机      | 1018.72       | 40.25%  | 8.06%  | 0.32%  |
| 5  | 电力设备及新能源 | 832.08        | 107.87% | 6.58%  | 2.32%  |
| 6  | 传媒       | 558.11        | 30.74%  | 4.41%  | -0.13% |
| 7  | 家电       | 526.02        | 32.07%  | 4.16%  | -0.08% |
| 8  | 房地产      | 412.81        | -12.91% | 3.27%  | -1.79% |
| 9  | 机械       | 404.79        | 20.82%  | 3.20%  | -0.37% |
| 10 | 基础化工     | 389.70        | 85.68%  | 3.08%  | 0.85%  |
| 11 | 消费者服务    | 328.22        | 201.25% | 2.60%  | 1.44%  |
| 12 | 银行       | 312.82        | -22.65% | 2.47%  | -1.83% |
| 13 | 通信       | 243.74        | -3.02%  | 1.93%  | -0.75% |
| 14 | 交通运输     | 234.25        | 25.70%  | 1.85%  | -0.13% |
| 15 | 非银行金融    | 223.66        | -7.46%  | 1.77%  | -0.81% |
| 16 | 商贸零售     | 206.27        | 14.31%  | 1.63%  | -0.29% |
| 17 | 农林牧渔     | 191.07        | -27.59% | 1.51%  | -1.30% |
| 18 | 有色金属     | 187.64        | 35.03%  | 1.48%  | 0.00%  |
| 19 | 汽车       | 173.48        | -4.90%  | 1.37%  | -0.57% |
| 20 | 建材       | 168.50        | -18.75% | 1.33%  | -0.88% |
| 21 | 电力及公用事业  | 97.33         | -0.12%  | 0.77%  | -0.27% |
| 22 | 轻工制造     | 97.05         | 1.21%   | 0.77%  | -0.25% |
| 23 | 国防军工     | 83.31         | 30.02%  | 0.66%  | -0.02% |
| 24 | 建筑       | 40.93         | 15.23%  | 0.32%  | -0.05% |
| 25 | 煤炭       | 23.90         | -29.56% | 0.19%  | -0.17% |
| 26 | 纺织服装     | 15.59         | 28.68%  | 0.12%  | -0.01% |
| 27 | 钢铁       | 12.98         | -13.40% | 0.10%  | -0.06% |
| 28 | 石油石化     | 11.92         | 6.43%   | 0.09%  | -0.03% |
| 29 | 综合       | 7.48          | 236.82% | 0.06%  | 0.04%  |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 19：各行业重仓股占比变化

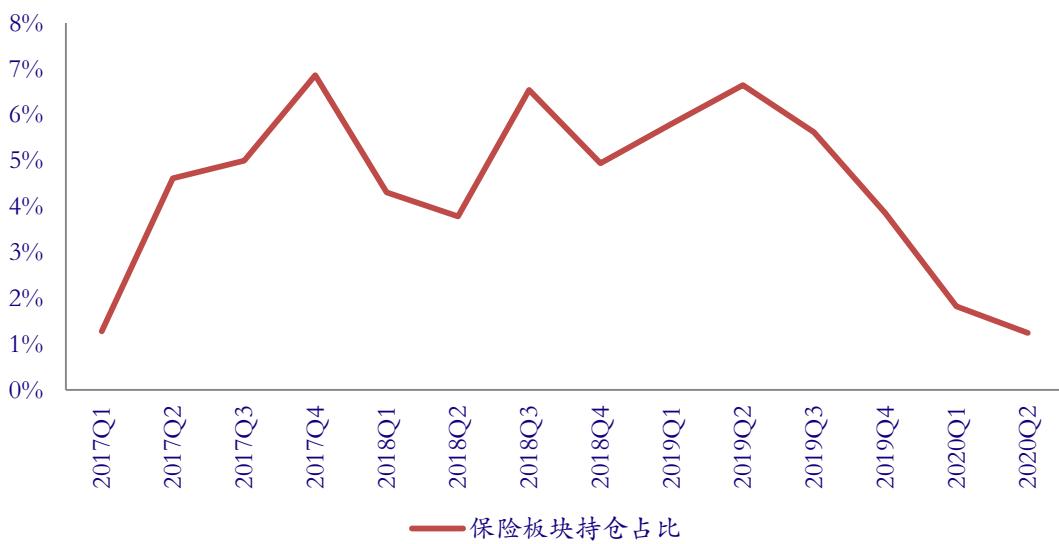


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

注: 以 2011 年一季度至今为考察区间

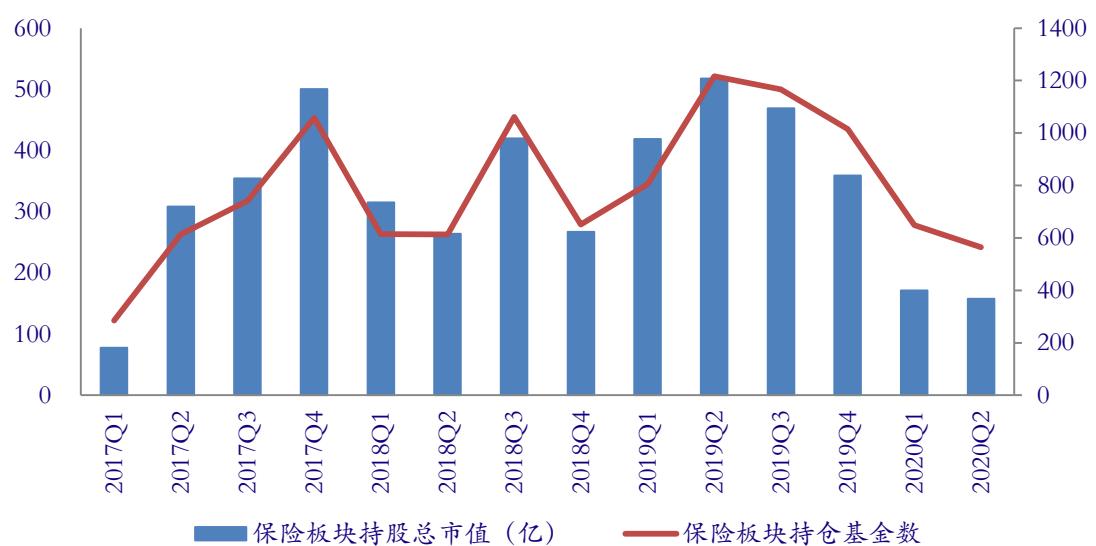
机构对保险板块配置意愿有所减弱。截至 2020 年 6 月末, 机构持保险板块总市值占机构重仓股总市值的 1.25%, 较上季度末减少了 0.58 个百分点。重仓股市值方面, 保险板块重仓股总市值为 157.60 亿元, 较 2020Q1 减少了 8.12%。持股基金数方面, 6 月末保险板块重仓持股基金数为 565 家, 较上季度末减少了 84 家。

图 20：保险板块持仓比例变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 21：保险板块重仓持股持有基金数和持股总市值变化



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

保险板块个股配置有所分化。中国平安、新华保险、中国太保、中国人寿和中国人保持仓市值分别为 128.87、12.00、7.13、1.36 和 8.25 亿元，环比变化分别为 -8.12%、107.71%、-42.82%、-72.62% 和 2.22%；重仓基金数分别为 435 家、52 家、51 家、25 家和 2 家，较上季度分别减少 76 家、增加 25 家、减少 22 家、减少 11 家和持平。

表 4：2020Q2 保险板块基金重仓股排序

| 名称   | 重仓基金数 |     |     | 持股总市值(亿元) |        |         |
|------|-------|-----|-----|-----------|--------|---------|
|      | 本期    | 上期  | 变化  | 本期        | 上期     | 变化      |
| 中国平安 | 435   | 511 | -76 | 128.87    | 140.25 | -8.12%  |
| 新华保险 | 52    | 27  | 25  | 12.00     | 5.78   | 107.71% |
| 中国太保 | 51    | 73  | -22 | 7.13      | 12.46  | -42.82% |
| 中国人寿 | 25    | 36  | -11 | 1.36      | 4.96   | -72.62% |
| 中国人保 | 2     | 2   | 0   | 8.25      | 8.07   | 2.22%   |

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

## 五、行业面临的问题及建议

### （一）现存问题

#### 1. 保险纠纷、保险欺诈等现象仍存，保险市场秩序有待进一步规范

保险人或其代理人虚假陈述保险产品的保险范围、保险期限、责任免除等信息，误导消费者投保，损害保险消费者权益，导致消费者对保险公司或其代理人缺乏足够的信任，行业形象没有得到实质扭转。2019 年，中国银保监会及其派出机构共接收涉及保险公司的保险消费投诉 93719 件，同比增长 5.95%。其中，保险合同纠纷投诉 88745 件，同比增长 2.61%，占

投诉总量的 94.69%；涉嫌违法违规投诉 4974 件，同比增长 153.99%，占投诉总量的 5.31%。保险纠纷、保险欺诈等现象仍存，保险市场秩序有待规范，保险公司服务质量和效率需要提升。

### 2. 优质保险产品和服务供给不足，保险产品创新能力不充分

保险业发展存在优质产品服务供给不足，保险功能作用发挥仍不充分、覆盖面较窄的问题。当前保险市场产品种类众多，但产品间同质化严重，真正结合被保险人风险特征量身订制的专属产品较少。同时，保险服务不足，存在重销售、轻服务的现象，理赔难问题还没有得到根本解决。例如，绝大多数面向老年人销售的保险产品只是在普通产品基础上，放宽了投保年龄和投保条件的限制，受老年人风险发生率较高影响，保费水平较高，且部分身体状况欠佳的老年人难以买到适合的产品，体现了当前保险公司在老年人的养老、健康方面的数据基础薄弱、保险风险规律的研究不够的问题，保险公司产品创新能力有待进一步提升。

与此同时，此次的新冠疫情暴露未被覆盖的风险敞口，需进一步加大保障型产品创新力度，促进行业保费增长和价值提升。财产保险方面，企财险、营业中断险的覆盖面还有待提升。人身保险方面看，商业健康保险产品购买人数占比依然很低，商业健康保障的覆盖面仍然不足，特别是在应对大规模流行性传染病以及由此引发的家庭收入损失、大额医疗支出等风险保障上。这些保障缺口既是当前存在的问题，也是保险业发展的潜力和方向。

### 3. 现代科技迅速发展，保险业传统经营模式受到挑战

保险业面临的发展环境出现新的变化。风险主体越来越多，交互影响下风险蔓延速度、复杂性和发生频率加快，保险业经营形势更加复杂多变。同时，现代科技发展日新月异，保险行业面临着众多跨界非传统竞争对手的挑战。传统保险营销以多层代理人和经纪人出售产品进行展业，销售成本高昂，提高了保险产品的定价，减弱了保险产品的性价比。而以相互宝、水滴筹等网络互助和大病众筹模式的出现，以及互联网保险平台的兴起，对传统保险生态造成颠覆式改变，向保险行业传统的发展模式提出挑战。

## （二）建议及对策

### 1. 增强消费者保护，优化行业生态环境

监管引导保险机构强化服务意识，加大查处力度和监督考核，有效遏制损害消费者合法权益行为，规范市场秩序，推进行业诚信建设。建立健全消费者权益保护机制，注重消费者教育，增强消费者对保险产品和服务的认知能力，支持消费者的合理诉求，提升消费者满意度和维权意识，优化保险行业生态环境，提高保险机构服务质量和效率，规范销售行为、及时公允足额理赔给付，切实改善保险行业形象和社会信誉。

### 2. 重视保险产品和服务创新，增加保险产品的供给能力

考虑到此次新冠疫情的影响，保险行业仍需加大产品创新力度，进一步丰富保险产品供给，特别是针对新发生的风险事件，例如传染病健康保险；针对特定人群，例如老年人专属保险；针对企业特定保险需求，例如企业责任保险、营业中断险等，鼓励保险公司在风险可控的基础上，开发设计责任更广、价格更低的保险产品，不断扩大商业保险的覆盖范围和人群，帮助缓解企业、群众的后顾之忧，积极覆盖其风险敞口。

### 3. 科技赋能商业模式变革，助推保险行业转型升级

重视科技赋能，借助大数据、云计算、区块链和人工智能等关键技术，提高保险企业经

营能效率、定价和风险控制能力，创新保险行业商业模式，助推保险行业转型升级。保险原理是大数法则，信息化时代，大数据技术能够快速积累和分析海量数据源，提高风险损失计算的精确度，提升险企定价和风险控制能力。借助金融科技，强化业务线上化、数字化、智能化转型，降低经营成本，提升经营效率。资源整合和跨界合作是保险商业模式变革重要方向和实现方式。险企可开展与电商平台，科技公司、医院、养老、健康管理和服务等机构的合作，拓宽获客渠道、依托场景挖掘客户特定需求，实现保险行业进阶发展。

## 六、投资建议及风险提示

新冠疫情防控取得重要成效，代理人线下展业稳步推进，疫情刺激居民风险保障意识增强，险企加大增员激励，拓展保障型产品销售力度，负债端改善。经济复苏趋势确立，稳货币宽信用对利率形成支撑，长债收益率筑底反弹，险企投资端改善可期。当前价格对应板块2020年P/EV在0.63-1.00倍之间，估值处于历史低位，性价比高，建议关注板块配置价值。推荐顺序为：新华保险（601336.SH）、中国人寿（601628.SH）、中国平安（601318.SH）、中国太保（601601.SH）。

风险提示：长端利率曲线持续下移的风险；保险产品销售不及预期的风险。

## 插图目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 1: 保险行业 1-6 月原保费收入及增速情况 .....     | 3  |
| 图 2: 保险行业 6 月单月原保费收入及增速情况 .....     | 4  |
| 图 3: 5 家上市险企 6 月单月保费表现 .....        | 5  |
| 图 4: 上市险企 6 月单月寿险和产险保费表现 .....      | 5  |
| 图 5: 各家上市险企 6 月单月保费表现 .....         | 6  |
| 图 6: 上市险企代理人增员与激励政策 .....           | 6  |
| 图 7: 中国平安 6 月单月新单保费表现 .....         | 7  |
| 图 8: 中国太保 2020Q2 单季新单保费表现 .....     | 7  |
| 图 9: 保险资产规模及增速 .....                | 8  |
| 图 10: 保险资金运用结构 .....                | 8  |
| 图 11: 上市险企总投资收益率和净投资收益率 .....       | 9  |
| 图 12: 中美十年期国债收益率及利差情况 .....         | 9  |
| 图 13: 2020 年保险板块市值占比变化 .....        | 12 |
| 图 14: 保险板块及沪深 300 指数 7 月单月涨跌幅 ..... | 12 |
| 图 15: 保险板块及沪深 300 指数年初至今涨跌幅 .....   | 13 |
| 图 16: 上市险企估值情况 .....                | 13 |
| 图 17: 非银基金持仓占比与非银指数走势变化 .....       | 14 |
| 图 18: 非银板块超配比例与非银指数走势变化 .....       | 14 |
| 图 19: 各行业重仓股占比变化 .....              | 16 |
| 图 20: 保险板块持仓比例变化 .....              | 16 |
| 图 21: 保险板块重仓持股持有基金数和持股总市值变化 .....   | 17 |

## 表格目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 表 1: 上市险企主打保障型产品情况 .....      | 6  |
| 表 2: 2020 年保险业政策 .....        | 10 |
| 表 3: 2020Q2 基金所持各行业持股情况 ..... | 15 |
| 表 4: 2020Q2 保险板块基金重仓股排序 ..... | 17 |

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

**武平平，张一纬，杨策，金融行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

北京地区：耿尤繇 010-66568479 [gengyouyou@chinastock.com.cn](mailto:gengyouyou@chinastock.com.cn)