

## 保险行业 2020 年秋季策略报告

# 配置价值凸显：资产端贡献高弹性，负债端拐点已近

中性（维持）

- 负债端全年承压趋势料持续，拐点年底大概率将现。**我们认为今年全年负债端业绩仍将承受一定压力，市场也有较为一致的预期。下半年超预期的方面来自于公司主动在产品销售策略上发力：**推陈出新、促销优惠、加大投入和完善代理人激励制度，拉动业绩的短期提升。**对于明年我们有较为乐观和明确的判断：拐点大概率将现。主要基于：1) 中国经济韧性较强，宏观经济已在缓慢复苏；2) 市场流动性充裕，在各类资产上涨、投资效益较好以及预期通胀的背景下，资金也会流入具有理财、抗通胀属性的寿险产品中；3) 保费增速提升主要取决于寿险产品，其具有高弹性，恢复周期短，今年险企投资端表现较好，投资收益率的提高会增大产品吸引力；4) 今年业绩基数极低，一季度几乎未开展业务，对于明年来说负担较小；5) “开门红”是业绩提升的好抓手，各公司 7、8 联动已开始，产品、人力储备会更加充分，在 2021 年“开门红”中冲刺发力。
- 行情复盘：保险股长期跟随利率周期波动，短期受负债端业绩和权益市场表现扰动。**赚取“利差益”是寿险公司核心的商业模式，长端利率是险企投资收益率的中枢；保险公司大部分资产和负债的定价标准为市场利率，所以利率水平一定程度决定了保险股估值的中枢。国内险企上市时间较短，经历的经济周期和利率周期较短，并不能明显看到股价走势和利率走势较长期确定的相关性，主要原因在于股价短期受业绩和资本市场的扰动。2016 年以前保险股走势主要跟随大盘的节奏，并未跑出相对收益，与利率走势相关性不大。2007、2010 和 2015 年保险股的行情都是由资本市场牛市催生的。2016 年以后，保险行业负债端经历了一轮较大的宽松上涨周期后，保险股投资价值被挖掘凸显，资本市场对于保险股理解逐渐深刻，短期和中期的走势主要受到利率走势、负债端业绩以及资本市场表现三方面因素影响。
- 利率下行是长期终极问题，未来成长、政策空间和经济转型中的投资机会可期。**利率波动是投资者无法忽视的问题，保险股具有周期股特征。但利率下行是个长期终极层面的问题，利率持续下行对于寿险商业模式是个挑战，但在短期始终会处于波动状态，只要保持在一定水平范围内，对于寿险公司来说仍是可盈利的范围。国内疫情得到有效控制，经济已呈现弱复苏状态，10 年期国债收益率近期逐渐上行企稳，料可以维持在 3% 以上，从中期的维度来看对保险股估值有较强的底部支撑。另外，权益等投资的政策空间使得险资未来更能享受到经济转型升级、社会结构变化中的投资红利，稳定性和收益率料得到提升；保险股的成长股属性也可以对冲长期利率下行的估值折损。
- 资产端贡献高弹性，负债端拐点已近——板块配置价值凸显。**保险股既有周期股属性，又有成长股属性，还是牛市中的弹性品种，大的机会来自于这三者有利环境的叠加，但如果核心条件无法同时满足，抓住主要矛盾也会存在投资机会。整体来看，目前保险股业绩、估值、机构持仓都处于低位，随着国内外宏观经济缓慢复苏，市场风格有从具备比较优势的医药、生物制药等避险板块转向此前杀估值的顺周期板块地产、银行、保险等。长端利率企稳回升，保险股核心投资逻辑有所修复，叠加市场交投活跃，风险偏好提升，估值整体有所修复，短期业绩较好的弹性品种新华、国寿迎来贝塔行情，跑出超额收益。在当前时间点和市场环境下，我们认为更多的机会还是来自于保险股投资端贡献的强贝塔，继续推荐估值仍安全（动态 PEV 0.88x），业绩有支撑、资产端策略改变正中行情、利润基数低的新华保险，在下一阶段内仍可享受市场的贝塔。由于负债端拐点还未明显确定，核心逻辑尚未完全修复，我们仍然暂时维持对行业的“中性”评级。我们依然维持负债端拐点年底大概率将现的判断，负债端核心逻辑修复后，保险股有望迎来“戴维斯双击”。建议提前配置仍然低估的中国太保（动态 PEV 0.66x）、中国平安（动态 PEV 1.06x）。
- 风险提示：**疫情影响超预期、中报不及预期、新业务不及预期、权益市场动荡

## 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	79.75	8.94	9.75	11.7	8.92	8.18	6.82	2.17	强推
中国人寿	49.49	0.86	1.08	1.31	57.55	45.82	37.78	3.53	推荐
新华保险	66.58	4.53	5.41	5.95	14.7	12.31	11.19	2.46	强推
中国太保	33.27	2.84	3.28	4.07	11.71	10.14	8.17	1.79	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2020 年 08 月 18 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)	37,661.72	4.52
流通市值(亿元)	23,411.3	3.82

## 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	6.12	1.44	-4.0
相对表现	0.23	-16.59	-33.7



## 相关研究报告

《保险行业重大事项点评：长期稳健优势凸显，权益投资空间被打开——“监管优化保险公司权益类资产配置”点评》

2020-07-19

《保险行业 7 月跟踪报告（2020 年第 7 期，总第 8 期）：弹性品种跑出贝塔行情，全年资产端或超预期》

2020-07-26

《产险活跃新品频出，保费表现分化——上市险企 7 月保费数据点评》

2020-08-13

## 投资主题

### 报告亮点

认为今年全年负债端业绩仍将承受一定压力，下半年超预期的方面来自于公司主动在产品销售策略上发力：推陈出新、促销优惠、加大投入和完善代理人激励制度，拉动业绩的短期提升。对于明年有较为乐观和明确的判断：拐点大概率将现。主要基于：1) 宏观经济已在缓慢复苏；2) 市场流动性充裕，在各类资产上涨、投资效益较好以及预期通胀的背景下，资金也会流入具有理财、抗通胀属性的寿险产品中；3) 保费增速提升主要取决于寿险产品，其具有高弹性，恢复周期短，今年险企投资端表现较好，投资收益率的提高会增大产品吸引力；4) 今年业绩基数极低，一季度几乎未开展业务，对于明年来说负担较小；5) “开门红”是业绩提升的好抓手，各公司 7、8 联动已开始，产品、人力储备会更加充分，在 2021 年“开门红”中冲刺发力。

阐明保险股既具有周期股特征，又具备成长股特性，并且资产端的权益资产暴露赋予了其牛市弹性品种的特征。认为保险股的大行情来自于三者有利条件和环境的叠加：利率处于上行周期、负债端表现稳健乐观，资本市场温和上行。复盘过去保险股行情走势，被 2017 年的大牛行情验证。但如果核心逻辑无法同时满足，或一些条件被破坏，抓住主要矛盾保险股也会存在或大或小、或长或短的投资机会。例如：2015、2019 年初牛市阶段性的贝塔行情，以及 2018 年下半年利率企稳，业绩向好的估值修复行情。

认为利率下行是个长期终极层面的问题，利率持续下行对于寿险商业模式是个挑战，但在短期始终会处于波动状态，只要保持在一定水平范围内，对于寿险公司来说仍是可盈利的范围。国内疫情得到有效控制，经济已呈现弱复苏状态，10 年期国债收益率近期逐渐上行企稳，料可以维持在 3% 以上，从中期的维度来看对保险股估值有较强的底部支撑。另外，权益等投资的政策空间使得险资未来更能享受到经济转型升级、社会结构变化中的投资红利，稳定性和收益率料得到提升；保险股的成长股属性也可以对冲长期利率下行的估值折损。

### 投资逻辑

**资产端贡献高弹性，负债端拐点已近——板块配置价值凸显。**保险股既有周期股属性，又有成长股属性，还是牛市中的弹性品种，大的机会来自于这三者有利环境的叠加，但如果核心条件无法同时满足，抓住主要矛盾也会存在投资机会。整体来看，目前保险股业绩、估值、机构持仓都处于低位，随着国内外宏观经济缓慢复苏，市场风格有从具备比较优势的消费、生物医药等避险板块转向此前杀估值的顺周期板块地产、银行、保险等。长端利率企稳回升，保险股核心投资逻辑有所修复，叠加市场交投活跃，风险偏好提升，估值整体有所修复，短期业绩较好的弹性品种新华、国寿迎来贝塔行情，跑出超额收益。在当前时间点和市场环境下，我们认为更多的机会还是来自于保险股投资端贡献的强贝塔，继续推荐估值仍安全（动态 PEV 0.88x），业绩有支撑、资产端策略改变正中行情、利润基数低的新华保险，在下一阶段内仍可享受市场的贝塔。由于负债端拐点还未明显确定，核心逻辑尚未完全修复，我们仍然暂时维持对行业的“中性”评级。我们依然维持负债端拐点年底大概率将现的判断，负债端核心逻辑修复后，保险股有望迎来“戴维斯双击”。建议提前配置仍然低估的中国太保（动态 PEV 0.66x）、中国平安（动态 PEV 1.06x）。

# 目录

一、负债端边际改善但全年仍承压，拐点年底大概率将现.....	5
二、行情复盘：保险股长期跟随利率周期波动，短期受负债端业绩和权益市场表现扰动.....	7
三、利率下行是长期终极问题，未来成长空间、政策空间和经济转型中的投资机会可期.....	12
四、投资策略与建议：业绩、估值双低，拐点和配置窗口已近.....	17
五、风险提示.....	17

# 图表目录

图表 1	人身险行业整体保费增速：2019 年已拐点向上 .....	5
图表 2	上市险企新单增速：表现出现分化 .....	5
图表 3	年初以来人身险行业各险种单月增速：寿险受冲击大 .....	6
图表 4	目前人身险行业增长趋势和整体体量取决寿险 .....	7
图表 5	保费增长周期与险资投资相对表现相关 .....	7
图表 6	美股寿险公司近 20 年来估值与利率走势有较大相关性 .....	8
图表 7	由于周期较短，A 股保险股走势与长端国债收益率并不总相关，受权益市场和短期业绩扰动 .....	8
图表 8	2017 年各公司新业务累计增速（新华处于转型期新业务增速为负） .....	9
图表 9	2017 年各公司 NBV 增速（新华保险价值率大幅提升） .....	9
图表 10	2017 年保险板块内主要个股与沪深 300 走势：除中国人寿外，板块个股均有较大的超额收益 .....	9
图表 11	2018 年保险公司负债端遭遇“开门黑”，新业务出现负增长 .....	10
图表 12	2018 年各公司 NBV 增速：下半年平安边际改善明显 .....	10
图表 13	2018 年保险板块内主要个股与沪深 300 走势：中国平安 3 季度后业绩企稳跑出短期行情 .....	10
图表 14	2019 年开始上市险企策略分化，新业务增速分化 .....	11
图表 15	2019 年各公司 NBV 增速：各公司增速分化 .....	11
图表 16	2019 年保险板块内主要个股与沪深 300 走势：上半年板块跑出贝塔行情，3 季度后业绩领先的国寿大幅上行 .....	11
图表 17	2020 年保险板块内主要个股与沪深 300 走势：7 月后业绩较好的弹性品种跑出贝塔行情 .....	12
图表 18	美国大都会人寿（met life）各险种预定利率水平（2019） .....	12
图表 19	过去 10 年美国 10 年期国债收益率走势：平均水平 2% 以上 .....	13
图表 20	监管对于保险机构参与金融衍生品相关政策 .....	13
图表 21	北欧国家养老保险机构的久期缺口严重依赖利率互换产品 .....	15
图表 22	中国城镇化进程加快 .....	16
图表 23	中国居民资产占比：非金融资产占比较高，金融资产占比逐年提升 .....	16

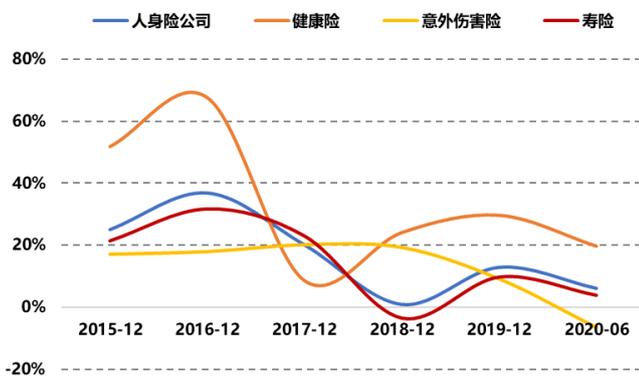
## 一、负债端边际改善但全年仍承压，拐点年底大概率将现

2019 年以来行业和上市险企之间、上市险企内部负债端发展有所分化。整体来看，人身险行业在 2018 年政策干预触底后到 2019 年其实已经出现拐点，缓慢地恢复至一个较为常态化、相对稳健的水平，人身险公司整体增速从 2018 年的 0.8% 恢复到了 2019 年的 12.8%。但从几家上市公司的情况来看，2019 年增速并未跑赢行业，整体份额在下降；负债端仍承受较大压力，新单在较多的季度中仍未转正，整体拐点并未明显出现。上市公司之间负债端业绩也有所分化：新华国寿整体向上，平安太保向下。原因主要有以下几方面：

- 1) 公司发展战略（内、外部，主、被动原因）面临或大或小的转型改革，核心管理层多有变动；
- 2) 上市公司主要以代理人渠道为主，而行业代理人在经历此前几年高速增长后出现增员瓶颈现象，各公司代理人都有负增长脱落的现象，这与客户画像、结构的变化，新兴经济职位供给增加挤占等方面有关；
- 3) 竞争变得激烈，无论是来自于产品还是渠道。产品方面，市场上涌现出大量同质化、易复制、升级迭代的高性价比的重疾产品；渠道方面，中介、互联网等渠道正以更低价的产品更广泛的方式触达客户。

今年行业再次进入低谷后的恢复期。进入到 2020 年，“开门红”向好的趋势被黑天鹅事件彻底打乱，依赖代理人渠道的上市保险公司遭受到了更大的冲击，行业重新被打入谷底，进入恢复阶段。1 季度过后行业有明显的恢复，人身险整体保费同比增速从 1 季度的 1.8% 恢复到 6%，这主要由寿险增长贡献，寿险保费同比增速从 1 季度的 -0.6% 恢复到 3.9%；而健康险整体增速年初至今保持相对稳定，在 17% 上下的水平。

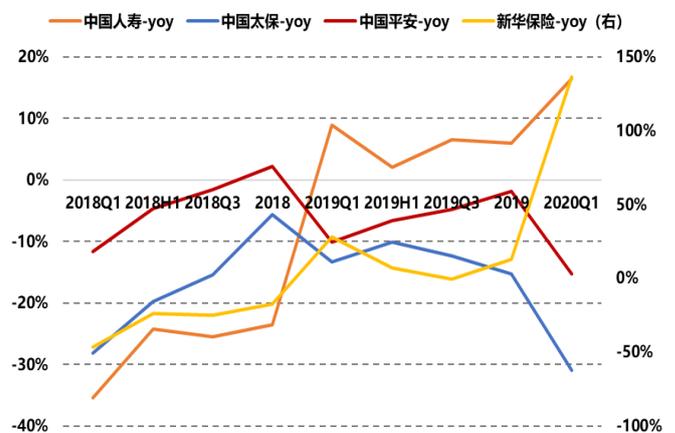
图表 1 人身险行业整体保费增速：2019 年已拐点向上



资料来源：wind、华创证券

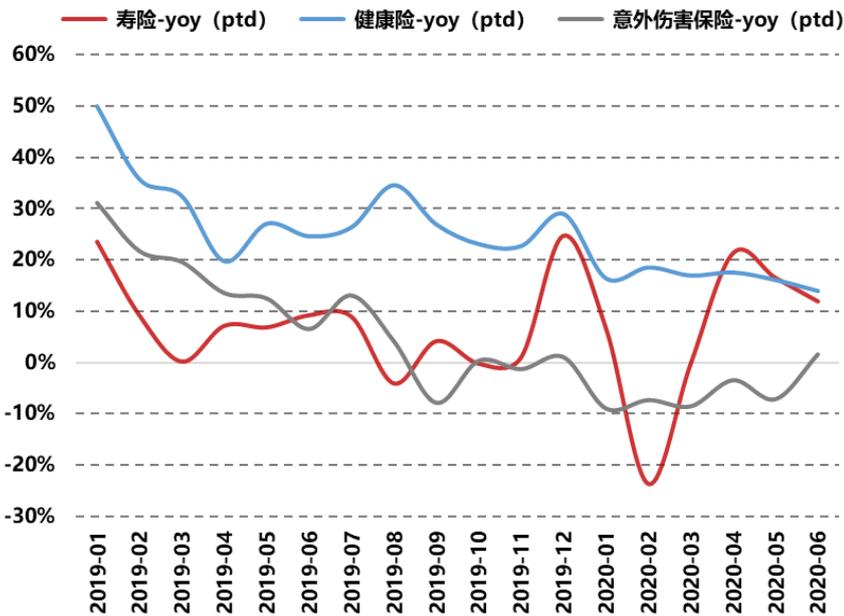
注：原保险保费口径

图表 2 上市险企新单增速：表现出现分化



资料来源：公司公告、华创证券

注：原保险保费口径、太保为个险渠道口径

**图表 3 年初以来人身险行业各险种单月增速：寿险受冲击大**


资料来源：wind、华创证券

对于行业负债端的下半年和明年的增长趋势，我们依然维持此前判断：今年负债端整体边际改善，但仍将持续承压，行业还处于恢复过渡期，在极低基数和寿险高弹性性质下，年底和明年初负债端拐点大概率将现。

**健康险增长相对稳定，但贡献向上增速较难。**健康险的需求相对刚性稳定，虽然受疫情影响，居民保险意识将一定程度被激发，但这是一个长期缓慢的过程，且需要政策刺激与优惠。在疫情影响下，健康险增长并未出现 03 年 SARS 后的爆发性增长（03 年是因为供给侧主动刺激，开发了大量专门针对 SARS 的产品）。由于宏观经济较大程度受到疫情影响，居民收入也受到影响，健康险整体增速虽然相对寿险保持了一定高位，相对稳健。但也不可避免的受到了影响，整体增速相较于去年有所下行。去年行业健康险单月平均增速在 20% 以上，而今年回落至 20% 以下。我们认为件均保费较高的长期健康险对于长期缴费能力有较高要求，将会受到居民收入下降的影响，而件均较低的短期健康险受影响较小，需求还会受疫情刺激增长，所以一些公司一些月份出现了较高速增长，但这并不可长久持续，健康险仍将保持整体稳定增速。

**寿险弹性大恢复周期短，行业整体向上取决于此。**虽然健康险可保持较稳定、一定水平的增速，但寿险（包括年金）体量远大于健康险占整体保费比重在 75% 以上，行业增速趋势取决于寿险。大部分长期寿险都有理财储蓄性质，受宏观环境和资本市场影响较大，需求波动大，相对于健康险的增长来说更为随机和难以预测（健康险增速每年变化一般在 5 个百分点以内，寿险增速变化 10 个百分点以上情况较多）。寿险在 2018 年的监管干预和今年初的 covid-19 疫情中遭受重创，但从行业 2019 年和今年 2 季度恢复情况来看，寿险具有弹性大，恢复周期短的特征。

1) 经济降速居民收入受到一定影响；2) 各家公司转型调整处于初期，尚未形成稳定局面；3) 股市表现较好一定程度挤占理财型保险销售；4) 监管环境仍然较紧，一段时间以来的长端利率下行使得监管格外关注“利差损”风险，产品预期收益率短时间难以有较明显优势吸引消费者

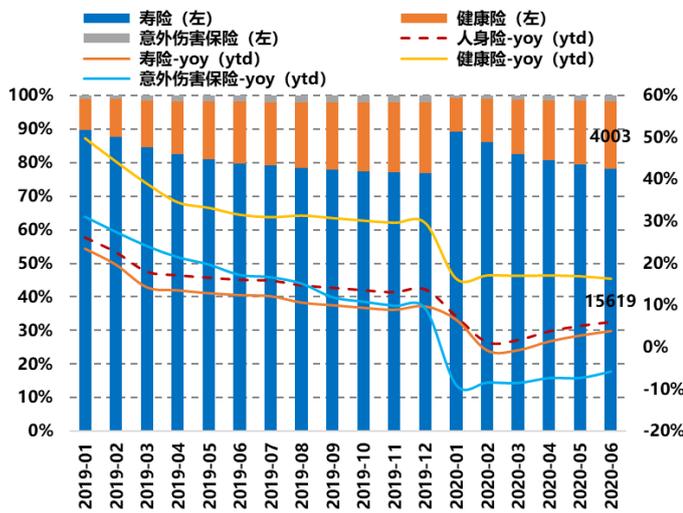
基于以上背景，我们认为今年全年各公司业绩仍将承受一定压力，面临较大不确定性，超预期的方面来自于公司主动在产品销售策略上发力：推陈出新、促销优惠、加大投入和完善激励制度，拉动业绩的短期提升。

对于明年我们有较为乐观和确定的判断：拐点大概率将现。主要基于：

1) 中国经济韧性较强，宏观经济环境在缓慢复苏；2) 市场流动性充裕，在各类资产上涨、投资效益较好以及预期

通胀的背景下，资金也会流入具有理财、抗通胀属性的寿险产品中；3) 今年险企投资端表现较高，投资收益率的提高会增大产品吸引力，寿险产品具有高弹性，恢复周期短；4) 今年业绩基数极低，一季度几乎未开展业务，对于明年来说负担较小；5) 增速的提升取决于寿险年金类产品，“开门红”是个好的抓手，预计在 2021 年“开门红”准备更加充分。

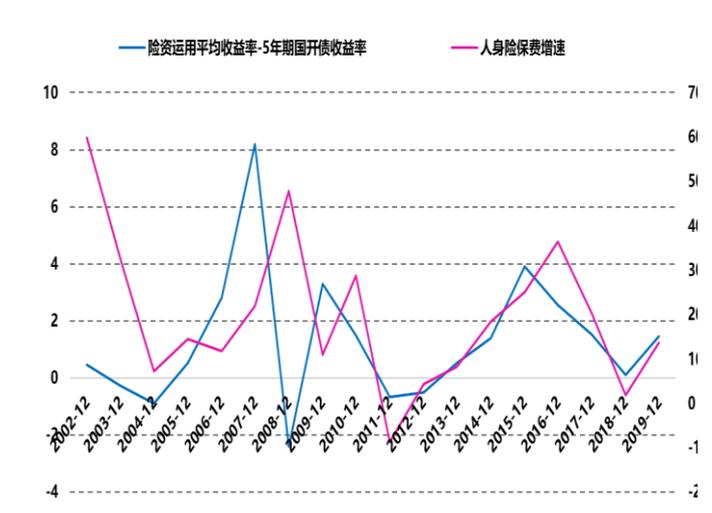
图表 4 目前人身险行业增长趋势和整体体量取决寿险



资料来源: wind、华创证券

注: 原保险保费口径

图表 5 保费增长周期与险资投资相对表现相关



资料来源: wind、华创证券

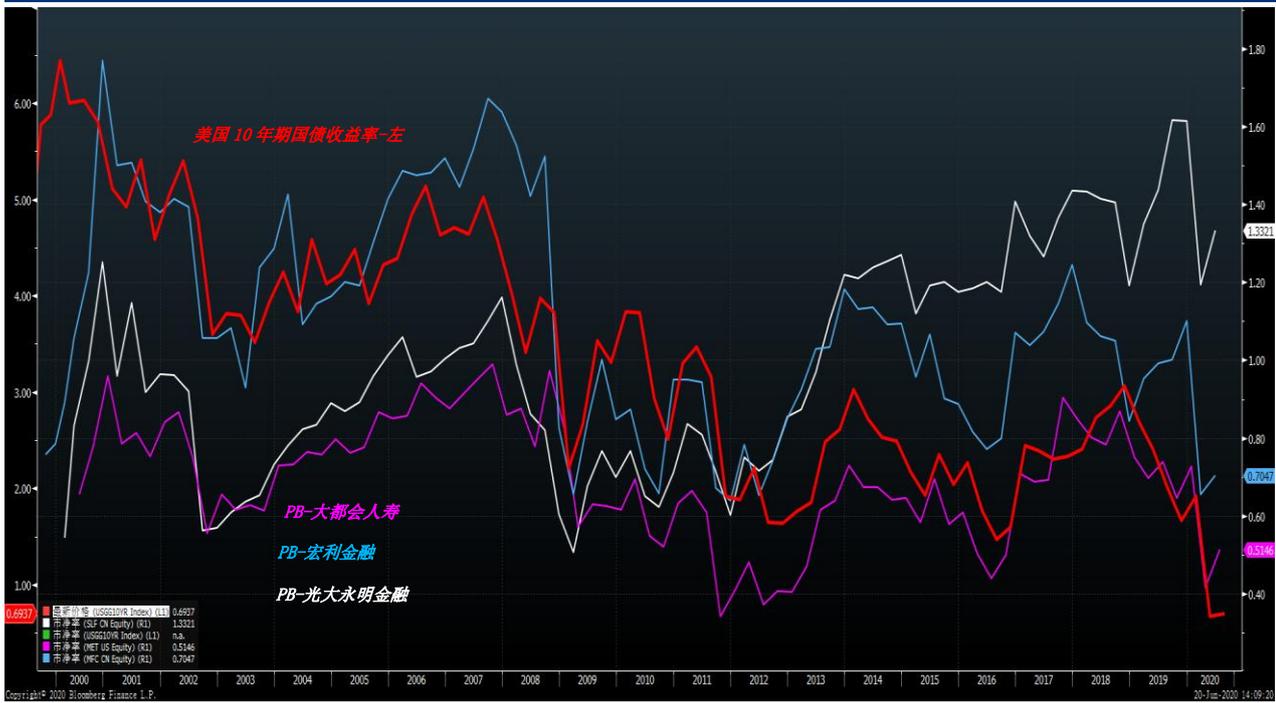
## 二、行情复盘：保险股长期跟随利率周期波动，短期受负债端业绩和权益市场表现扰动

赚取“利差益”是寿险公司核心的商业模式，也是利源的主要贡献因素，长端利率是险企投资收益率的中枢；保险公司大部分资产和负债的定价标准也是市场利率，所以利率水平一定程度决定了保险股估值的中枢。市场也形成了较为一致的观点：认为在利率在下行周期中保险股投资价值减小。美股纯寿险公司近 20 年以来估值和长端利率走势有较明显的相关性。国内险企上市时间较短，经历的经济周期和利率周期较短，并不能明显看到股价走势和利率走势较长期确定的相关性，主要因为还受业绩和资本市场的扰动，但在某些期间内市场情绪和股价走势是明显受利率走势影响的。

2016 年以前保险股走势主要跟随资本市场和大盘的节奏，并未跑出相对收益，和利率走势相关性不大。2007、2010 和 2015 年保险股的行情都是由资本市场牛市催生的。

2016 年以后，保险行业负债端经历了一轮较大的宽松上涨周期后（代理人规模增长、保费的增长、监管环境友好、监管规则更加成熟）后，保险股投资价值被挖掘凸显，资本市场对于保险股理解也逐渐深刻，保险股短期和中期的走势主要受到利率走势、负债端业绩（主要是新单和新业务价值）以及资本市场表现三方面因素影响。

图表 6 美股寿险公司近 20 年来估值与利率走势有较大相关性



资料来源: Bloomberg、华创证券

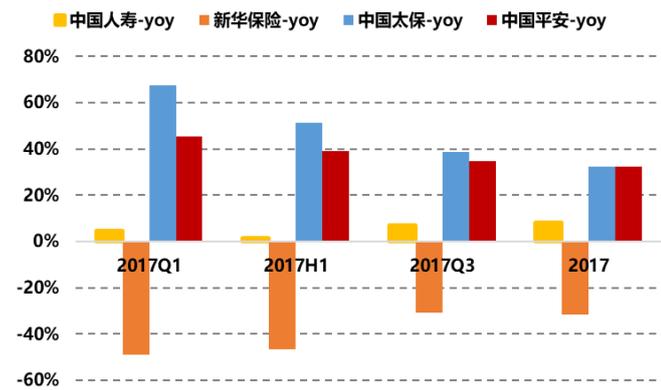
图表 7 由于周期较短, A 股保险股走势与长端国债收益率并不总相关, 受权益市场和短期业绩扰动



资料来源: wind、华创证券

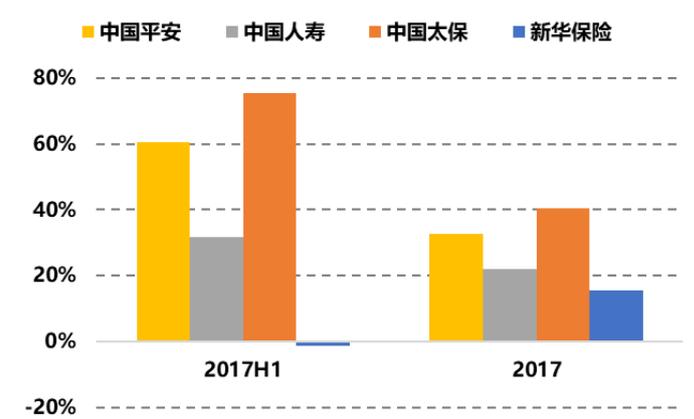
- **2017 年保险股大行情主要由利率上行驱动：**2017 是保险股的大牛市，保险指数全年涨幅达 83%，位列 wind 二级行业第一。2017 年长端利率开启了一轮反转上行的周期，在资本市场温和上涨，各公司业绩向好的背景下，催生了 2017 年保险股的大行情。2017 年保险公司业绩都有较好的表现，业务结构变优，价值率向上，新业务价值高增，普遍都有 20% 以上的增长。个股除国寿外，均跑赢大盘，平安表现最好，太保新华次之。国寿在 2017 年业绩表现不如同业，新华虽然新业务负增长，但是业务结构优化幅度大，新业务价值率大幅提升，体现在了较好的股价表现中。

**图表 8 2017 年各公司新业务累计增速（新华处于转型期新业务增速为负）**



资料来源：wind、华创证券

**图表 9 2017 年各公司 NBV 增速（新华保险价值率大幅提升）**



资料来源：wind、华创证券

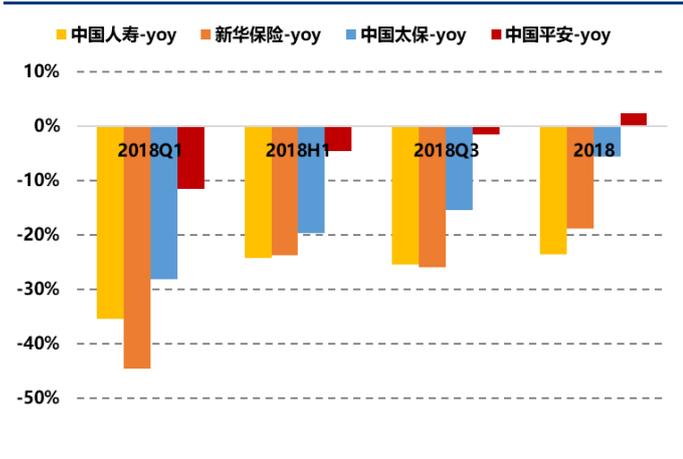
**图表 10 2017 年保险板块内主要个股与沪深 300 走势：除中国人寿外，板块个股均有较大的超额收益**



资料来源：Bloomberg、华创证券

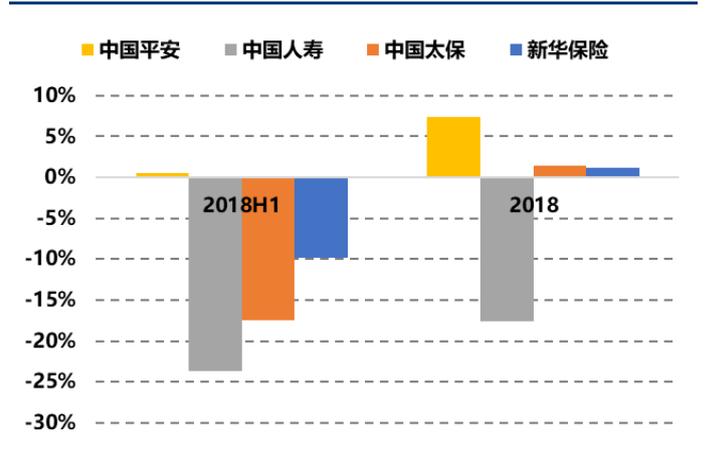
- **2018 年业绩、利率和资本市场均面临压力，3 季度后负债端企稳的平安有阶段性行情。**2018 年保险行业受到监管规则的调整影响，“开门红”出现大幅下滑，各家公司新业务出现了较大的负增长。同时，长端利率转头向下，10 年期国债收益率年内下行 76bp，资本市场受外围环境动荡影响下行 25%。各方面不利因素叠加，保险板块走势快速向下。除了平安外，板块内主要个股均跑输大盘。3 季度后，平安负债端业绩明显企稳优于同业，叠加 8 月后长端利率企稳回升，平安 3 季度后出现阶段性行情，获得年内跑赢大盘的成绩。

**图表 11 2018 年保险公司负债端遭遇“开门黑”，新业务出现负增长**



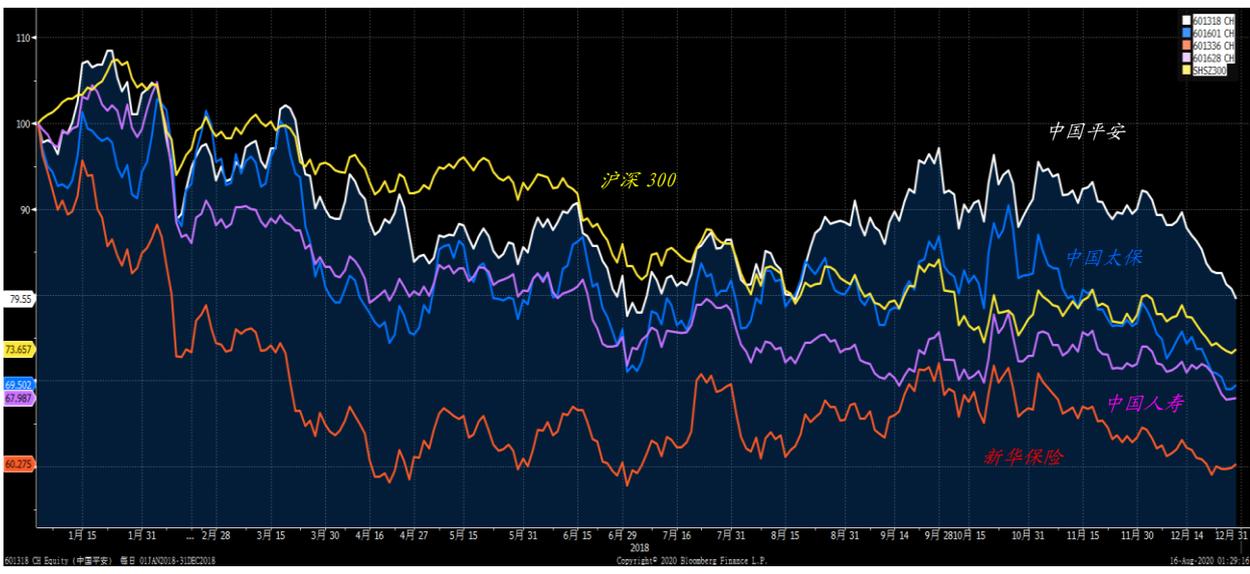
资料来源: wind、华创证券

**图表 12 2018 年各公司 NBV 增速: 下半年平安边际改善明显**



资料来源: wind、华创证券

**图表 13 2018 年保险板块内主要个股与沪深 300 走势: 中国平安 3 季度后业绩企稳跑出短期行情**

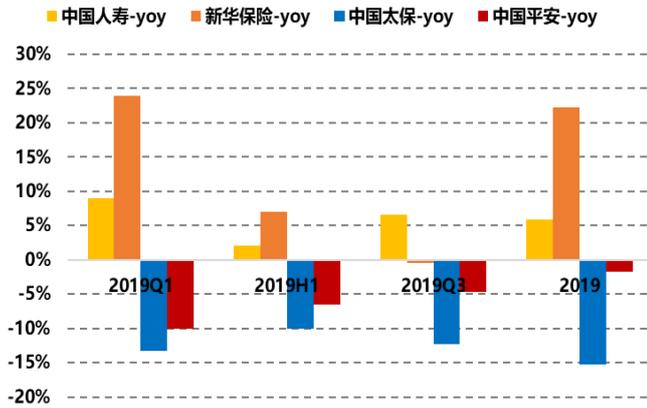


资料来源: Bloomberg、华创证券

- **2019 年上市险企策略明显出现分化，板块表现分化。**2019 年利率并不是主要矛盾，10 年期国债收益率震荡持稳，维持在了 3.15% 左右的水平。2019 年上半年权益市场迎来一波小牛市，贝塔属性较强、受益于权益投资收益率提升的保险板块在牛市中表现凸显，跑出超额收益。其中，中国平安受益于回购涨幅居前，牛市中的弹性

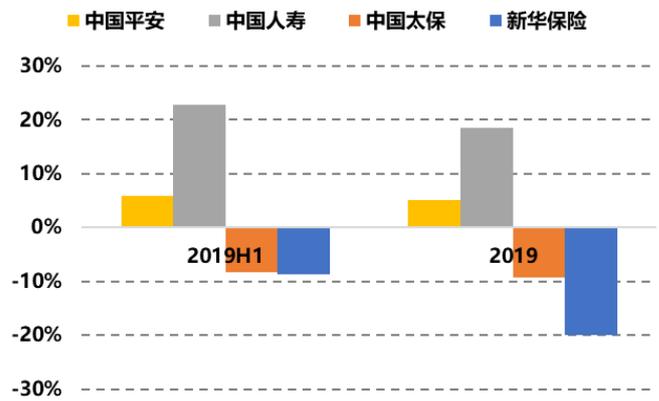
品种国寿新华次之。2019 年上市险企业绩明显出现了较大的分化，背后是各家公司策略的调整：在产品量、价两方面做权衡，以及人力增长发展路径做转变。结果是中国人寿短期在低基数和策略选择上占优，业绩明显领跑同业。下半年权益市场行情平淡后，中国人寿跑出较大行情。

图表 14 2019 年开始上市险企策略分化，新业务增速分化



资料来源: wind、华创证券

图表 15 2019 年各公司 NBV 增速: 各公司增速分化



资料来源: wind、华创证券

图表 16 2019 年保险板块内主要个股与沪深 300 走势: 上半年板块跑出贝塔行情, 3 季度后业绩领先的国寿大幅上行

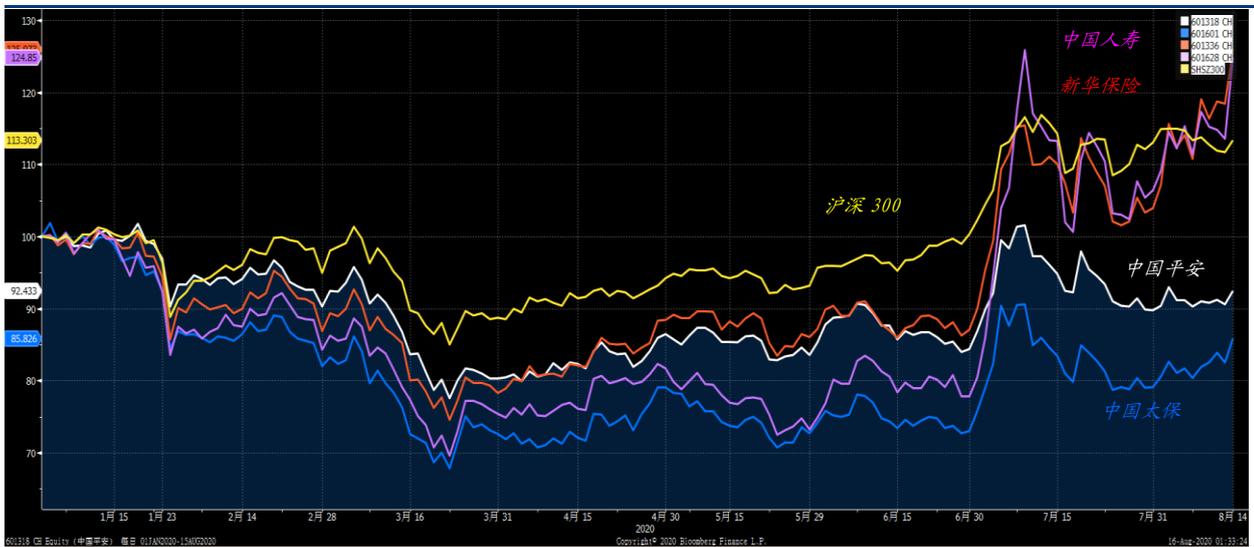


资料来源: Bloomberg、华创证券

- **2020 年初遭遇系统性风险, 7 月后估值修复弹性品种跑出贝塔行情。**2020 年初世界各地爆发蔓延了 covid-19, 引发系统性风险。对于极度依赖线下销售的保险行业来说, 既 2018 年后又遇上了“开门黑”, 一季度业绩受到了重创。加之经济受创, 居民可支配收入受到影响, 件均较高的长期保险产品销售难度加大。长端投资收益率反应出未来经济的悲观预期, 急速下跌, 10 年期国债收益率一度跌破 2.5%。周期行业走势遭受到重创, 消费、生物医药等有比较优势的行业成为避险港。从各方面来看, 保险股的投资环境恶化, 上半年保险指数下跌 16%, 跌幅位列 wind 二级行业第二, 各公司 PEV 估值跌入历史低位。进入下半年后, 国内经济企稳迹象明显, A 股市场交投活跃, 行情短期内急速拉升, 保险股中弹性品种国寿和新华短期内业绩领先, 跑出贝塔行情, 消化了

此前的负收益，估值得到一定修复。而平安和太保受制于短期业绩的影响，走势仍偏弱，跑输大势。

图表 17 2020 年保险板块内主要个股与沪深 300 走势：7 月后业绩较好的弹性品种跑出贝塔行情



资料来源：Bloomberg、华创证券

### 三、利率下行是长期终极问题，未来成长空间、政策空间和经济转型中的投资机会可期

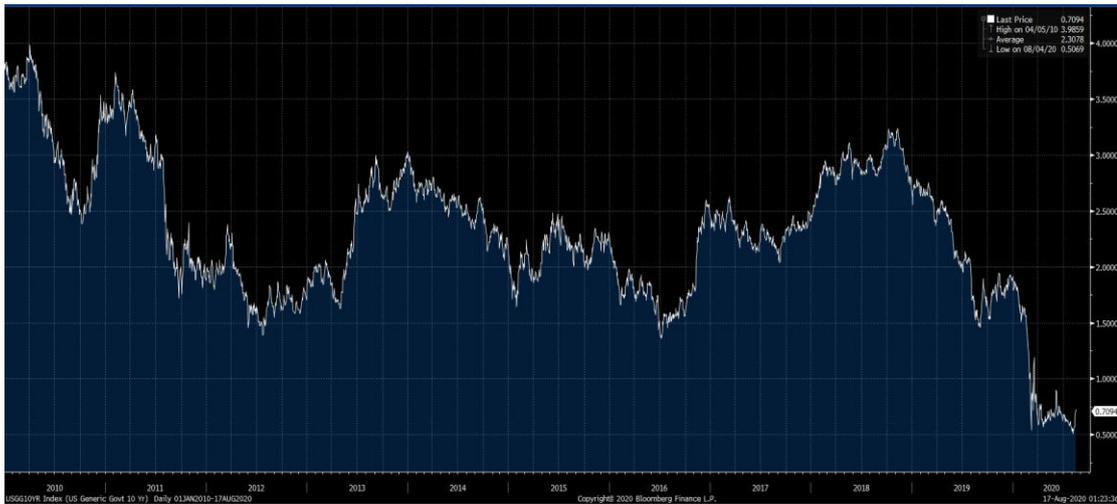
利率下行是长期终极问题，当前经济环境、利率水平可以支撑寿险赛道的盈利性。赚取“利差益”是寿险公司核心的商业模式，也是利源的主要贡献；保险公司大部分资产和负债的定价标准也是利率。利率波动是保险行业投资者无法忽视的问题，所以保险股具有周期股的特征。但利率下行是个长期终极层面问题，经济周期和利率周期是个长期缓慢的过程，经济发展和行业发展始终都有起步—成长—成熟—衰退的过程。我国经济始终会过渡到发达国家一样低速增长或零增长的一天，保险行业也会有步入饱和和成熟的一天，但现在往后的很长时间内无论是我国宏观经济的发展还是保险行业的发展都还处于成长阶段。利率持续下行对于寿险行业商业模式是个挑战，但利率在短期始终会处于波动状态，只要保持在一定水平范围内，对于寿险公司来说仍是可以盈利的范围。美国 10 年期国债收益率过去 10 年平均水平在 2% 以上，仍能支撑部分险种 5% 以上的预定利率水平。国内疫情得到有效控制，经济已呈现弱复苏状态，10 年期国债收益率近期逐渐上行企稳，料可以在维持在 3% 以上，从中期的维度来看对保险股估值有底部支撑。

图表 18 美国大都会人寿 (met life) 各险种预定利率水平 (2019)

险种类型	预定利率 (美国地区业务)
Participating life	3%-7%
Nonparticipating life	2%-11%
Individual and group traditional fixed annuities after annuitization	1%-11%
Non-medical health insurance	1%-7%
Disabled lives	2%-8%

资料来源：metlife 公司财报、华创证券

图表 19 过去 10 年美国 10 年期国债收益率走势：平均水平 2% 以上



资料来源：Bloomberg、华创证券

短期投资压力缓解，未来资产端政策空间和经济转型中投资机会可期。今年 2 季度以后权益市场的上行料将给各公司带来丰厚的投资收益，全年资产端表现或超预期。这将对冲 NBV 增长承压，以及税收高基数、准备金折现率下行下的利润和 EV 增长压力。近期一系列投资端的监管政策在未来长时间内有利于未来险企投资收益率的提升和稳定。

一是监管对于险资参与金融衍生品在逐渐放开和完善规则。寿险公司的商业模式决定了资产负债不匹配的特征，运用金融衍生工具进行资产负债管理是海外保险公司的常用手段，在 2010—2017 年间，美国保险公司所持有的金融衍生品名义价值从 1.1 万亿美元增长至 2.4 万亿美元，主要的用途在于对冲各种风险(信用风险、利率风险、汇率风险以及股票风险)。金融衍生品在保险公司管理风险的过程中扮演着越来越重要的角色。截至 2017 年底，美国保险公司衍生品头寸总计 2.4 万亿美元，较 2016 年(2.3 万亿美元)同比增长 4.2%。其中，寿险公司的衍生品头寸达 2.3 万亿美元，占比最高(96%)，其次为财险/意外险公司(4%)。

国内由于金融衍生品市场还处于初级发展阶段，监管限制也较为严格，险企参与到金融衍生品工具中对冲风险还较少。目前险资可参与的金融衍生品有：利率互换、股指期货、信用风险缓释和信用保护工具、国债期货。金融衍生品是对冲市场、信用和利率等各类风险有效的工具和手段。特别是在国内保险行业面临利率下行，资产负债久期不匹配的背景下，参与金融衍生品对于资产负债的有效管理、对冲利率风险、稳定长期投资收益率具有重要意义。

图表 20 监管对于保险机构参与金融衍生品相关政策

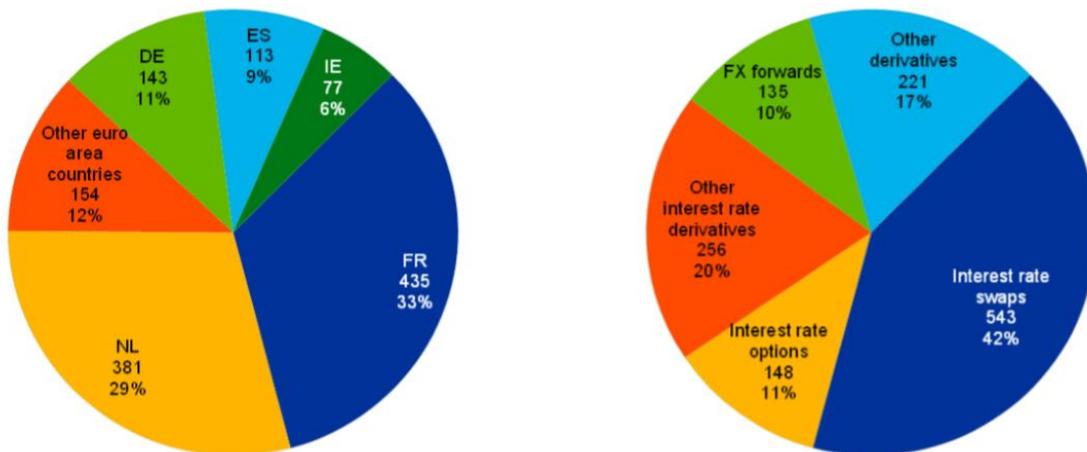
发布时间	条文编号	文件名称	重点内容
2007 年 5 月 8 日	平保发〔2006〕111 号	保监会关于中国平安保险(集团)股份有限公司开展人民币利率互换业务的批复	同意公司开展人民币利率互换交易业务试点，试点本金规模不超过 190 亿元人民币；公司开展人民币利率互换交易业务，仅限于对冲风险和套期保值，不得从事投机性操作。
2010 年 7 月 20 日	保监发〔2010〕56 号	关于保险机构开展利率互换业务的通知	保险机构开展利率互换业务，名义本金额不得超过该机构上季末固定收益资产的 10%，与同一交易对手进行利率互换的名义本金额，不得超过该机构上季末固定收益资产的 3%。

2012 年 10 月 22 日	保监发〔2012〕93 号	关于印发《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》的通知	保险资金境外投资，可以运用利率远期、利率掉期、利率期货、外汇远期、外汇掉期、股指期货、买入股指期货等衍生产品规避投资风险，并遵守下列规定：（一）不得进行投机，衍生产品合约标的物价值总额，不得超过需对冲风险基础资产的 102%；（二）运用金融衍生产品支付的各项费用、期权费和保证金等的总额，不超过各项需对冲风险基础资产的 10%；（三）每个工作日应当对场外交易合约进行估值，与任一场外交易对手的市值计价敞口，不超过上年末总资产的 1%。
2012 年 10 月 23 日	保监发〔2012〕94 号	关于印发《保险资金参与金融衍生产品交易暂行办法》的通知	保险机构参与衍生品交易，仅限于对冲或规避风险，不得用于投机目的，包括：（一）对冲或规避现有资产、负债或公司整体风险；（二）对冲未来一个月内拟买入资产风险，或锁定其未来交易价格”。
2012 年 10 月 23 日	保监发〔2012〕95 号	关于印发《保险资金参与股指期货交易规定》的通知	保险机构在任何交易日日终，持有的买入股指期货合约价值，与股票及股票型基金资产的账面价值，合计不得超过规定的投资比例上限。保险机构参与股指期货交易，任一资产组合在任何交易日日终，所持有的卖出股指期货合约价值，不得超过其对冲标的股票及股票型基金资产的账面价值。本条所指卖出股指期货合约价值与买入股指期货合约价值，不得合并轧差计算。保险机构参与股指期货交易，所选期货公司应成立 5 年以上，上季末净资本达到人民币三亿元（含）以上，且不低于客户权益总额的 8%。
2019 年 5 月 15 日	银保监办发〔2019〕121 号	关于保险资金参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务的通知	《通知》旨在允许和规范保险资金参与信用衍生产品业务行为。
2020 年 2 月 22 日	证监会公告〔2020〕12 号	关于商业银行、保险机构参与中国金融期货交易所国债期货交易的公告	具备投资管理能力的保险机构可以风险管理为目的，参与中国金融期货交易所国债期货交易。
2020 年 7 月 1 日	银保监办发〔2020〕59 号	中国银保监会办公厅关于印发保险资金参与金融衍生产品交易办法等三个文件的通知	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。

2020 年 7 月 1 日		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 年 7 月 1 日		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。

资料来源：银保监会、华创证券整理

图表 21 北欧国家养老保险机构的久期缺口严重依赖利率互换产品



资料来源：ECB、华创证券

二是险资权益投资比例和范围逐渐放开，享受经济转型升级、社会结构变化中的投资红利。今年以来监管在权益投资比例和范围方面为险资打开了一定空间，7 月银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》，优化了保险公司权益类资产配置规则，整体提高权益类配置比例，最高不得超过上季末总资产的 45%。7 月国常会决定取消保险资金开展财务性股权投资行业限制，在区域性股权市场开展股权投资和创业投资份额转让试点。保险资金具备规模大、久期长的特征，监管对权益比例和范围的放开使得险企可以更好的抓住国内在经济转型升级过程中出现的投资机会。比如寿险健康险业务与医疗、健康等行业具有协同效应，在人口老龄化进程加快中，险资投资与医疗、养老等重点行业需要的资金契合，提高权益投资占比可以享受到经济转型、社会发展中的投资红利，提高和稳定险资投资收益率水平。

另外，保险股又具有成长股特征，可以对冲长周期中利率下行对估值的折损。我们在此前多篇报告中从多个角度讨论过保险行业未来空间的问题。

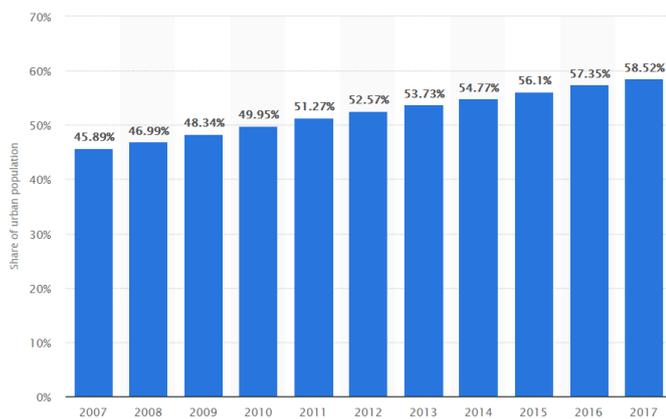
在《解析寿险需求的长期函数—中国和印度的寿险业发展比较》中表明：

1) 从人口结构和特征来看，中国对养老及医疗保障需求更加迫切，人口特征更有利于保险需求的释放。随着中国人

口老龄化进一步加深，劳动人口占比下降，养老负担将会变得沉重，养老保障需求迫切。老龄化趋势意味着未来将面临更大的医疗和健康支出需求。我国目前人口的中心聚焦于 25 岁-50 岁的群体，占比约 40%，再过 10 年人口的中心将会上移 10 岁左右到 35 岁-60 岁。这部分群体是最主要的劳动力和贡献收入的群体，是购买保险产品的主力群体，说明在未来 10 年间我国人口中心将与保险主力购买人群重合，未来 10 年将是保险需求最强劲释放时期。

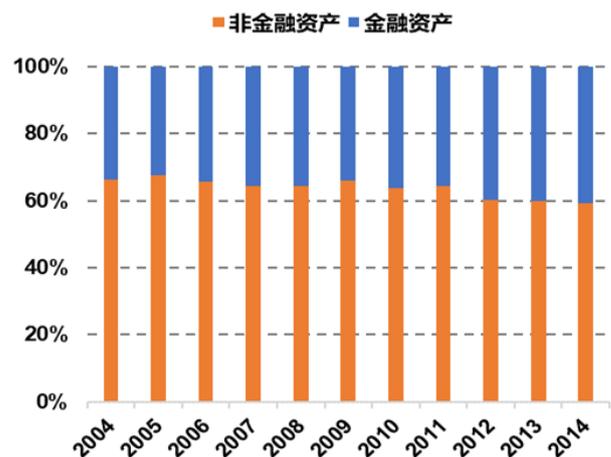
- 2) **我国城镇化进程的加快也将加速保险需求的释放。**据《2018 中国城市家庭财富健康报告》，我国一线城市和二线城市的商业保险参保率高于其他城市，2017 年一线城市的家庭商业保险参保率达 24.7%，个人商业保险参保率达 15%，二线城市的家庭商业保险参保率达 24.3%，个人商业保险参保率达 14.3%。随着我国城镇化进程的加快以及二三线城市的快速发展，我国商业保险参保率将更进一步提升，保险需求将进一步释放；
- 3) 从居民资产配置角度来看，我国居民部门过高的负债率很大程度挤占了居民消费，也挤占了包括保险需求在内其他金融产品的需求释放空间，储蓄投资结构中房地产占比过高，金融资产占比较低。金融资产中保险准备金占比在 10% 左右（近年来应该有所提升），远小于印度 20% 左右的比例，还有很大的提升空间。

图表 22 中国城镇化进程加快



资料来源: statista、华创证券

图表 23 中国居民资产占比: 非金融资产占比较高, 金融资产占比逐年提升



资料来源: wind、华创证券

在《五年新目标，提质增量再上新台阶——保险行业发展意见点评》中表明：

- 1) **行业健康险经历爆发式增长后增速趋于平稳，有效供给和覆盖仍不足未来 5-10 年大空间仍在。**目前健康险为主的保障型保险还处于各因素综合触发的爆发性增长阶段。健康险等偏保障属性的保险，需求相对稳定刚性，受经济环境和资本市场变动影响相对寿险较小。下一阶段健康险增速料有所放缓并趋于稳定，预计 6 年累计新单空间在 4.4 万亿左右，复合增速 15% 左右，10 年累计新单空间在 9.5 万亿左右，复合增速 10% 左右。
- 2) **养老年金需乘政策优惠春风，下一阶段发展空间更加可期。**在老龄化快速加深，社会养老面临压力加剧时，预期政府未来将会有更大的力度和政策优惠推动第三支柱个人养老金账户的普及。更多的居民储蓄和金融资产会参与其中，这对于资管行业来说是巨大增量，对能参与到个人养老金管理的金融机构来说是重大利好。对于保险机构和保险资管来说，其拥有擅长管理长期风险、长期现金流、匹配资产负债的优势，更有机会享受未来增量的大蛋糕。

#### 四、投资策略与建议：业绩、估值双低，拐点和配置窗口已近

保险股既有周期股属性，又有成长股属性，还是牛市中的弹性品种，大的机会来自于这三者有利环境的叠加。复盘过去保险股行情，最有利的投资环境在于利率处于上行周期中，负债端表现稳健乐观，资本市场温和上涨，例如 2017 年。但是如果核心条件无法同时满足，或一些条件被破坏，抓住主要矛盾保险股也会存在或大或小、或长或短的机会。例如：2015、2019 年初阶段性的牛市贝塔行情，以及 2018 年下半年利率企稳，业绩向好的估值修复行情。

经济缓慢复苏带动顺周期低估值行业估值修复，负债端若出现拐点将迎戴维斯双击。整体来看，目前保险股业绩和估值都处低位，上半年机构持仓也处于近 3 年的低位。随着国内外宏观经济缓慢复苏，市场风格有从具备相对优势的避险板块消费、生物医药等转向此前杀估值的顺周期板块地产、银行、保险等。长端利率企稳回升，保险股核心投资逻辑有所修复，叠加市场交投活跃，风险偏好提升，保险股估值整体有所修复。短期业绩较好的弹性品种新华、国寿迎来贝塔行情，跑出超额收益，估值已修复至前期相对合理或较高水平，动态 PEV（2020E）分别为 0.89x（新华），1.41x（国寿）。

在当前时间点和市场环境下，我们认为更多的机会还是来自于保险股投资端贡献的强贝塔，继续推荐估值仍安全（动态 PEV 0.88x），业绩有支撑、资产端策略改变正中行情、利润基数低的新华保险，在下一阶段内仍可享受市场的贝塔。

由于负债端拐点还未现，保险股的核心逻辑尚未完全修复，我们暂时仍然维持对行业的“中性”评级。对于行业负债端下半年和明年的增长趋势，我们依然维持此前判断：今年负债端整体边际改善，但仍将持续承压，行业还处于恢复过渡期，在极低基数和寿险高弹性性质下，明年负债端拐点大概率将现。负债端的核心逻辑修复后，保险股有望迎来“戴维斯双击”。建议提前配置仍然低估的中国太保（动态 PEV 仅 0.67x）、中国平安（动态 PEV 1.07x）。

#### 五、风险提示

疫情影响超预期、中报不及预期、新业务不及预期、权益市场动荡

## 非银组团队介绍

### 组长、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，2019 年金牛奖非银金融最佳分析师团队成员，2019 年 Wind 金牌分析师非银金融第五名团队成员。

### 分析师：张径炜

西南财经大学保险会计硕士。2018 年加入华创证券研究所。2019 年金牛奖非银金融最佳分析师团队成员，2019 年 Wind 金牌分析师非银金融第五名团队成员。

### 金融行业研究主管：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，2019 年金牛奖非银金融最佳分析师，2019 年 Wind 金牌分析师非银金融第五名。

### 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。2019 年金牛奖非银金融最佳分析师团队成员，2019 年 Wind 金牌分析师非银金融第五名团队成员。

### 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。

### 助理研究员：熊巧巧

西南财经大学金融学硕士。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	副总经理、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	副总经理、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	资深销售经理	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	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
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@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