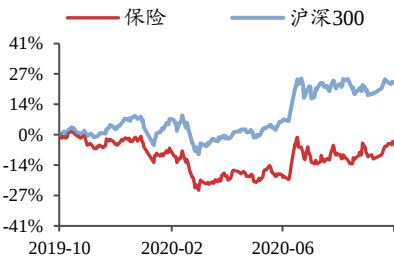


保险

2020 年 10 月 23 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业点评报告-平安、太保保费增速持续改善，险企提前布局开门红》-2020.10.19

《上市险企 8 月保费数据点评-保费增速分化仍在，平安新单保费增速持续改善》-2020.9.14

寿险代理人迈向质、量时代，开门红有望超预期

——行业深度报告

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

● 寿险队伍经营策略已经由快速提升规模转变为质量并重专业优先的阶段

我们认为，我国寿险队伍经营策略已经由粗放式发展，快速上量转化为质、量并重，专业赋能。原因有以下三点：1）监管政策催化：监管政策的长期利益导向及相关监管政策加大了寿险代理人队伍的专业化及销售技能需求；2）候选人质量降低：队伍的快速上量透支了候选人的质量且新兴行业的崛起对于保险行业增员产生冲击；3）边际成本提升：职场费用、培训投入、内勤配置等业务管理费用支出未能随队伍规模提升产生规模效应。

● 扎实上量、提质增效是各家寿险队伍经营策略的基本方向

多家上市险企在队伍经营战略中，已将队伍质量置于队伍数量之前。目前中国人寿策略为“提质扩量”，月均有效销售人力维持高增长态势；中国平安贯彻“渠道+产品”双轮驱动策略，打造数字寿险，预计 2020 年底完成改革试点；中国太保围绕“三支队伍”推动转型升级，自上而下打造核心队伍、新生代队伍与超绩优队伍；新华保险量质并举，选择规模价值同步增长，自 2019 年开始意图通过大幅提升保险营销员队伍规模拉动业绩增长。中长期看，寿险队伍经营策略质在量前，产能提升将成为未来寿险业务增量的主要拉动点。

● 低基数效应叠加队伍经营战略转型效果，上市险企开门红有望超预期

由于 2020 年疫情带来的影响，各家上市险企均比往年重视开门红，提前布局备战 2021 年开门红。开门红主力产品形态已出，万能险账户结算利率高于银信发行理财产品预期收益率，保险产品具有相对竞争优势。代理人队伍经营策略转型局面已定，代理人数量见底，稳定险企保费基本盘，助力开门红新业务保费上量。国内疫情已得到有效控制，复杂高价值产品销售难度下降，新业务价值率有望提升。

● 投资结论：

上市险企提早积极布局开门红，主销产品对标银行理财类产品收益率优势提升，叠加转型见效和疫情带来的低基数，我们预计上市险企 2021 年开门红保费增速有望超预期。近期十年期国债收益率升至 3.2% 上方，央行表态货币政策稳健中性，保险资产端改善有望持续。负债和资产双轮驱动，继续看好保险股投资机会。受益标的：新华保险、中国平安、中国人寿和中国太保。

● 风险提示：新冠疫情反复造成寿险保费增速不及预期；经济复苏超预期受阻。

目 录

1、 上市险企寿险队伍经营策略悄然分化	4
1.1、 疫情冲击或掩盖寿险队伍经营策略差异	4
1.2、 寿险队伍发展会经历快速提升规模随后逐步稳定的阶段	6
1.3、 提升保险营销员队伍规模边际收益减少，催生经营高质量队伍战略	9
2、 扎实上量、提质增效是各家寿险队伍经营的基本方向	18
2.1、 中国人寿“提质扩量”，赋能一线为下步方针	19
2.2、 中国平安以变应变，寿险改革聚焦“渠道+产品”	20
2.3、 中国太保聚焦“三支队伍”，推动队伍转型升级	21
2.4、 新华保险量质并举，拼出市场才有发展机会	22
3、 低基数效应叠加队伍经营战略转型效果，上市险企开门红有望超预期	22
4、 投资结论	26
5、 风险提示	28

图表目录

图 1： 2020H1 上市险企寿险原保费收入态势出现分化	4
图 2： 2020H1 仅中国人寿新业务价值实现正增长	4
图 3： 中国平安、中国太保个险渠道新业务保费出现负增长	5
图 4： 中国平安、中国太保、新华保险新业务价值均出现负增长	5
图 5： 2020H1 仅新华保险一家上市险企代理人规模同比增速为正	6
图 6： 2011 年至 2014 年上市险企人力规模保持稳定	6
图 7： 2015 年至 2017 年，上市险企人力规模快速提升	7
图 8： 2018 年起，上市险企人力出现小幅下滑	9
图 9： 人力队伍三阶段分段趋势明显，2015 年、2018 年为分界时点	9
图 10： 保险营销员队伍平均学历较低	10
图 11： 保险营销员工作年限 10 年以上占比不足 10%	10
图 12： 保险营销员多为 25-45 岁人群	10
图 13： 保险营销员主要客户来自于缘故客户	10
图 14： 受 2017 年 134 号文件影响，2018 年个险新业务保费增速明显放缓	14
图 15： 四家上市险企新业务价值在 2015 年-2017 年间高速增长	14
图 16： 四家上市险企新业务价值在 2017 年后增速出现回落	14
图 17： 近十年来，四家上市险企人均新业务价值未出现明显提升	15
图 18： 人均新业务价值增速在 2015 年与 2019 年出现两次分化	15
图 19： 上市险企人均新业务保费自 2017 年已出现下滑	16
图 20： 新业务保费增速自 2016 年逐渐低于人力规模增速	16
图 21： 人力规模增速自 2017 年后出现分化	16
图 22： 我国寿险代理人占城镇人口比例逐步提升	17
图 23： 保险营销员平均学历偏低	17
图 24： 新职业从业者平均学历优于保险营销员平均学历	17
图 25： 保险营销员平均月收入偏低	17
图 26： 新职业从业者平均月收入高于保险营销员	17
图 27： 2015 年-2017 年中国平安佣金及业务管理费支出占比已赚保费高于其他年份	18
图 28： 人均佣金及业务管理费支出持续提升，增员边际成本不断提升	18

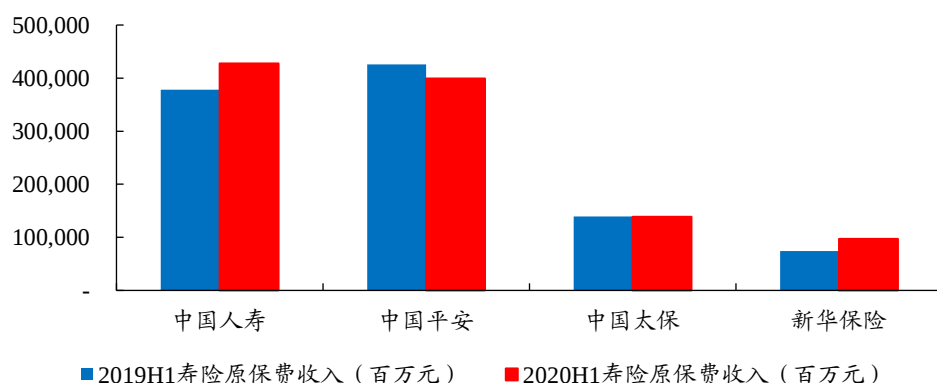
图 29: 2017 年后中国人寿、中国平安、中国太保营销员 YOY 增速明显下滑	19
图 30: 中国人寿个险月均有效销售人力提升明显	20
图 31: 中国平安寿险改革势在必行	21
图 32: 中国平安寿险改革剑指全球领先的人寿保险公司	21
图 33: 中国平安、中国太保每月人均寿险新单件数平稳提升, 队伍质态向好 (单位: 件/人/月)	21
图 34: 2019 年新华保险人力大幅增长	22
图 35: 中国平安、中国太保 2020 年前意图淡化开门红概念, 叠加疫情影响, 导致低基数	23
图 36: 上市险企近三年 Q1 新业务保费占比有所下降	23
图 37: 部分上市险企 2021 年主销产品计划万能账户结算利率略高于同期银信发行理财产品平均预期收益率	25
图 38: 2020 年上市险企代理人队伍规模逐渐稳定	25
图 39: 2020 年上市险企年累计寿险原保费收入增速差异逐渐缩窄	26
图 40: 2020 年上市险企单月寿险原保费收入增速 4 月回升后保持稳定	26
图 41: 保险股 P/EV 估值处理历史中枢下方	27
图 42: 十年期国债收益率逐步回升至 3.2% 上方	27
表 1: 2020H1 上市险企新业务价值率均出现下滑	5
表 2: 2011 年至 2014 年上市险企人力规模增速	6
表 3: 新“国十条”明确了商业保险为社会保障体系的重要支柱, 并从多个方向鼓励保险行业创新发展	7
表 4: 2015 年 4 月 24 日全国人大常委会修订《保险法》取消了保险销售 (含代理) 资格核准审批事项	8
表 5: 保监会 2017 年 134 号文监管力度强, 对产品设计、宣传销售做出限制	11
表 6: 监管强调保险姓保, 多次对保险产品设计提出指示, 限制长险短做行为	11
表 7: 中国人寿在 2017 年 134 号文件后, 产品设计给付时点明显延后, 风险保障属性得到提升	11
表 8: 2018 年开门红产品鑫耀一生 IRR 提升速度较慢, 客户感知为收益率低	12
表 9: 2017 年开门红产品鑫福赢家客户感知为给付即刻到账	12
表 10: 2018 年开门红产品鑫耀一生首次生存金给付晚, 客户感知为给付到账较晚	13
表 11: 2021 年开门红产品鑫耀东方给付额度高, 频率集中, 客户感知给付快	13
表 12: 2021 年上市险企均提前开门红启动时间节点	22
表 13: 部分上市险企 2021 年开门红主力产品上市时间早于 2020 年开门红备战阶段	24
表 14: 上市险企 2021 年开门红其他产品形态, 中国平安产品计划提供疾病保险和手术津贴的差异化险种	24
表 15: 部分上市险企万能险账户结算利率有所下滑	24
表 16: 2020H 上市险企新业务价值率均出现明显下滑	26
表 17: 受益标的当前股价及评级情况	27
表 18: 受益标的估值表	27

1、上市险企寿险队伍经营策略悄然分化

1.1、疫情冲击或掩盖寿险队伍经营策略差异

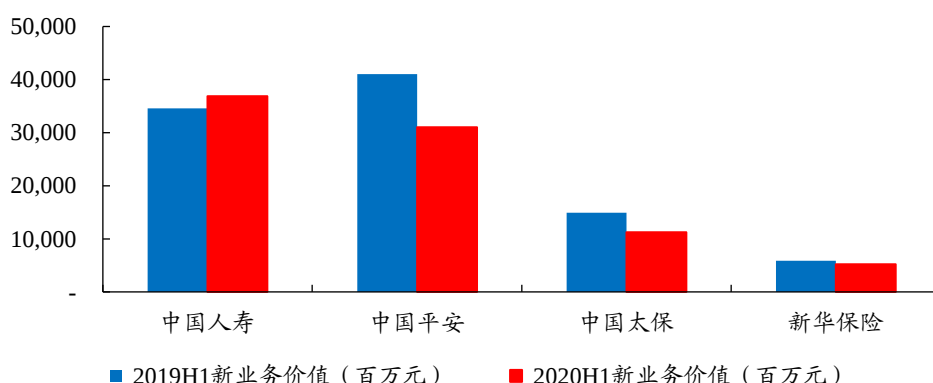
疫情造成的线下展业阻碍导致寿险保费收入及新业务价值承压。2020年，年初爆发的新冠疫情冲击了我国各行各业，保险企业不在例外。各家险企队伍在严防新冠疫情的状态下，无法当面拜访客户，导致产品结构复杂、责任条款不易理解、销售难度较大的高价值保险产品难以顺利成交，险企在开展新业务方面遇到了极大阻碍。在队伍经营策略层面，中国人寿队伍质态向好，稳步拉动业务增长；中国平安、中国太保队伍正处转型之中，短期对业务造成压力；新华保险大举提升人力规模，快速拉升保费规模。疫情的冲击掩盖了上市险企不同的队伍经营策略与队伍发展阶段所带来的差异。

图1：2020H1上市险企寿险原保费收入态势出现分化

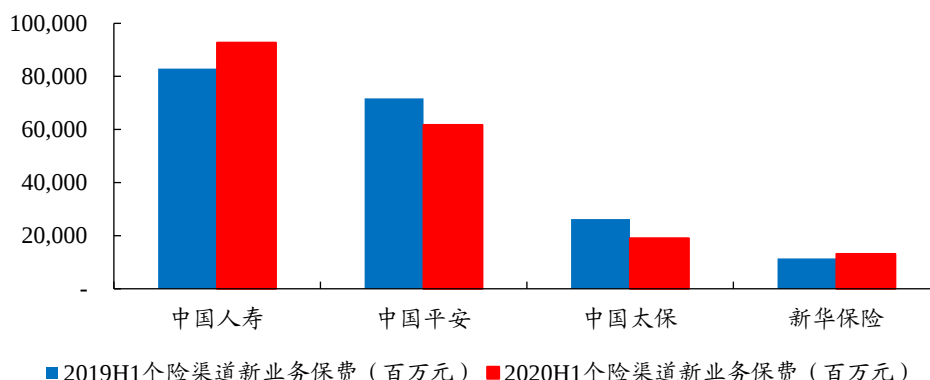


数据来源：Wind、开源证券研究所

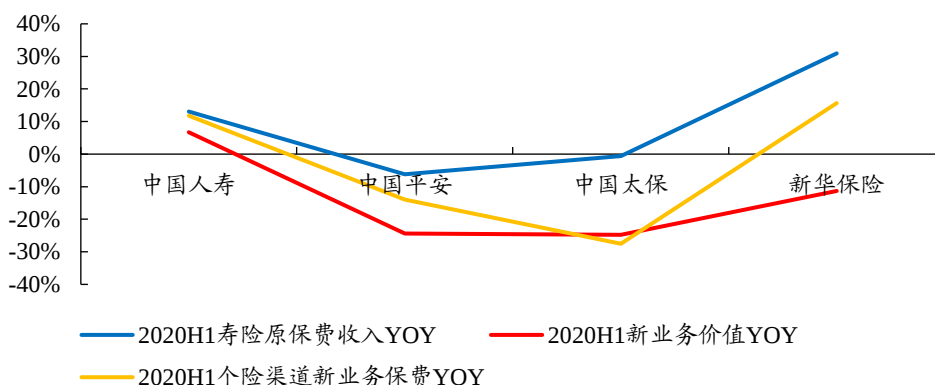
图2：2020H1仅中国人寿新业务价值实现正增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：中国平安、中国太保个险渠道新业务保费出现负增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：中国平安、中国太保、新华保险新业务价值均出现负增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

表1：2020H1 上市险企新业务价值率均出现下滑

	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险
2019H1	40%	45%	39%	27%
2020H1	39%	37%	37%	15%

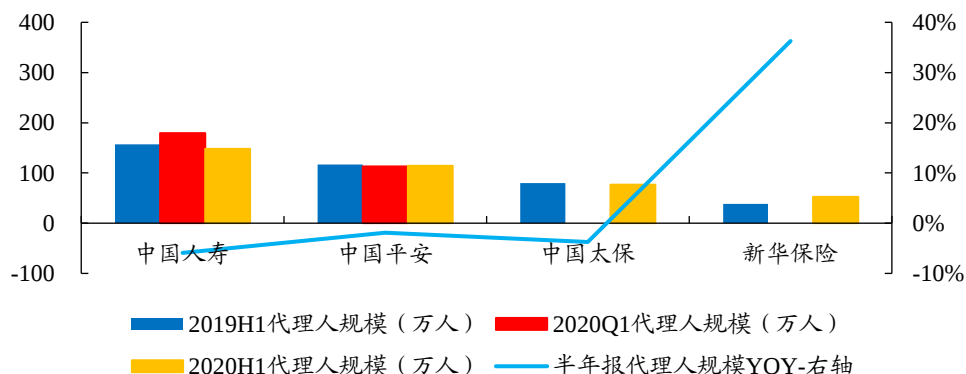
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2020 年疫情带来的冲击或掩盖上市险企队伍经营战略转型。结合寿险保费收入及新业务价值率两组数据与寿险行业实际展业反馈，我们观察到复杂但高价值产品的展业难度确有上升，各家险企推出责任简单、性价比高而新业务价值率相对较低的产品拉动保费上升，缓解了疫情带来的寿险保费增长压力，但除此之外，各家的保险营销员队伍数据出现分化，除新华保险外，队伍数量均有所下滑。我们认为，本次疫情所带来的业务冲击掩盖了上市险企队伍经营策略的转型。

截至 2020H1，四家上市险企总保险营销员数量为 413 万人，YOY+5.23%，中国平安 115 万人，YOY-1.87%；中国太保 77 万人，YOY-3.77%，中国人寿将原归属银保渠道的保险规划师队伍转入个险渠道，根据披露数据，我们测算在 2019 年 A 与 2020H1，分别约有 8 万、13 万人员归入个险渠道，而 2019H1 中国人寿保险营销员队伍 157 万人，2020H1 保险营销员队伍 169 万人，剔除 21 万保险规划师队伍人力，2020H1 保险营销员队伍还剩 148 万人，YOY-5.91%。若剔除中国人寿渠道队伍转换所带来

的影响，四家上市险企总计 YOY+0.13%，微幅正增长，主要由新华保险寿险队伍人力同比正增长所带来。

图5：2020H1 仅新华保险一家上市险企代理人规模同比增速为正



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

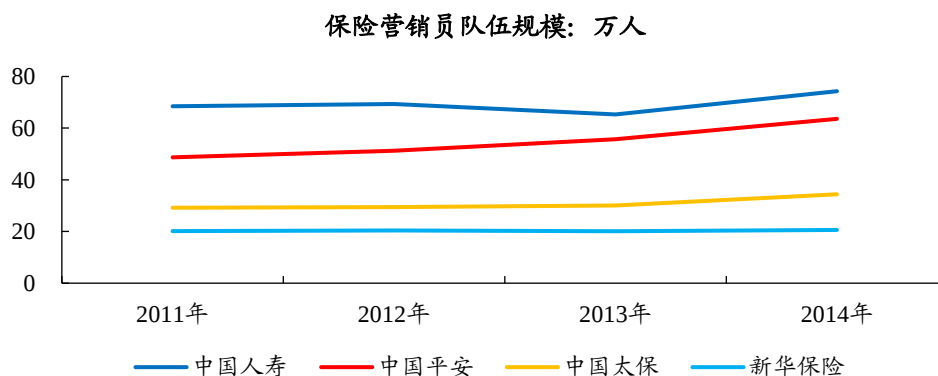
基于人力数据的变化，我们认为，各家上市险企对于代理人队伍的经营策略已经发生了转变，而疫情的发生则掩盖了这一变化，导致经营策略变化所带来的差异被归咎于疫情。下面我们将梳理从2011年至今的上市险企的人力数据，并希望从中得到寿险公司队伍经营策略转型的原因。

1.2、寿险队伍发展会经历快速提升规模随后逐步稳定的阶段

自2011年至今，我们将寿险行业营销员队伍发展分为三个阶段：

第一个阶段为2011年至2014年的大进大出期。上市险企人力总量虽未出现大幅增长，保持平稳，但中国保险行业协会撰写的《保险营销员现状调查报告》显示，2011年至2013年期间有508万人加入保险营销员队伍，同时有502万人脱落；

图6：2011年至2014年上市险企人力规模保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：2011年至2014年上市险企人力规模增速

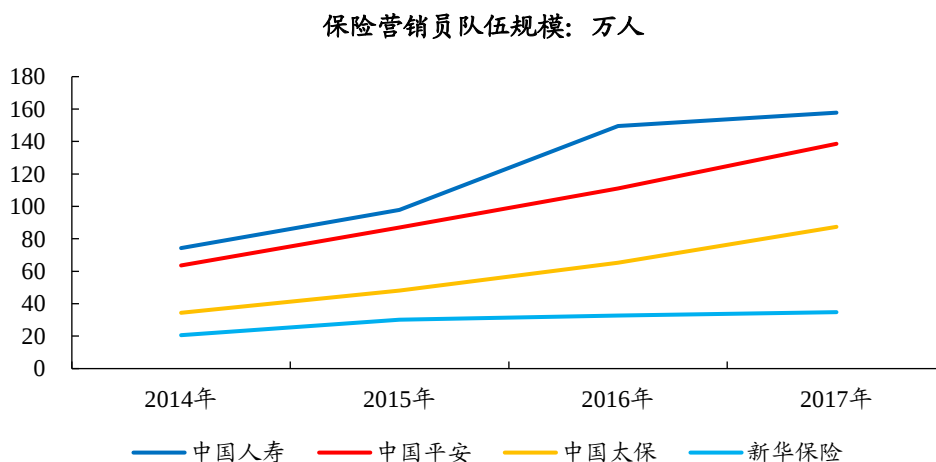
上市险企	披露数据年份	2011年至2014年人力规模年化复合增长率
中国人寿	2003年	2.7%
中国平安	2005年	9.3%

上市险企	披露数据年份	2011年至2014年 人力规模年化复合增长率
中国太保	2006年	5.6%
新华保险	2008年	0.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

第二个阶段为 2015 年至 2017 年的快速增长期。2014 年 8 月 13 日国务院印发《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》，提出到 2020 年，基本建成保障全面、功能完善、安全稳健、诚信规范，具有较强服务能力、创新能力和国际竞争力与我国经济发展需求相适应的现代保险服务业。表明了国家对保险业的重视，保险业借此新“国十条”迎来快速发展。2015 年，原保监会于 8 月 18 日下发《中国保监会关于保险中介从业人员管理有关问题的通知》保监中介（2015）139 号文，根据全国人大对《保险法》部分条款的修改，取消了保险销售（含保险代理）、保险经纪从业人员资格核准审批事项，即取消了原由中国保险业协会组织的代理人资格考试，新入职的保险营销人员无需参加资格考试，通过保险公司内部的相关培训即可开展展业，此举极大的促进了保险营销员队伍的增长。四家上市险企保险营销员队伍由 2014 年末的 193 万人，快速上升至 2017 年末的 419 万人，三年复合增长率达 117.00%；

图7：2015 年至 2017 年，上市险企人力规模快速提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：新“国十条”明确了商业保险为社会保障体系的重要支柱，并从多个方向鼓励保险行业创新发展

意见方向	政策措施
构筑保险民生保障网，完善多层次社会保障体系。	把商业保险建成社会保障体系的重要支柱。
	创新养老保险产品服务。为不同群体提供个性化、差异化的养老保障。
	发展多样化健康保险服务。
发挥保险风险管理功能，完善社会治理体系	运用保险机制创新公共服务提供方式。
	发挥责任保险化解矛盾纠纷的功能作用。
完善保险经济补偿机制，提高灾害救助参与度	将保险纳入灾害事故防范救助体系。
	建立巨灾保险制度。
大力发展“三农”保险，创新支农惠农方式	积极发展农业保险。
	拓展“三农”保险广度和深度。
拓展保险服务功能，促进经济提质增效升级	充分发挥保险资金长期投资的独特优势。

	促进保险市场与货币市场、资本市场协调发展。
	推动保险服务经济结构调整。
	加大保险业支持企业“走出去”的力度。
推进保险业改革开放，全面提升行业发展水平	深化保险行业改革。
	提升保险业对外开放水平。
	鼓励保险产品服务创新。
	加快发展再保险市场。
	充分发挥保险中介市场作用。
加强和改进保险监管，防范化解风险	推进监管体系和监管能力现代化。
	加强保险消费者合法权益保护。
	守住不发生系统性区域性金融风险的底线。
加强基础建设，优化保险业发展环境	全面推进保险业信用体系建设。
	加强保险业基础设施建设。
	提升全社会保险意识。
完善现代保险服务业发展的支持政策	建立保险监管协调机制。
	鼓励政府通过多种方式购买保险服务。
	研究完善加快现代保险服务业发展的税收政策。
	加强养老产业和健康服务业用地保障。
	完善对农业保险的财政补贴政策。

资料来源：中央政府门户网、开源证券研究所

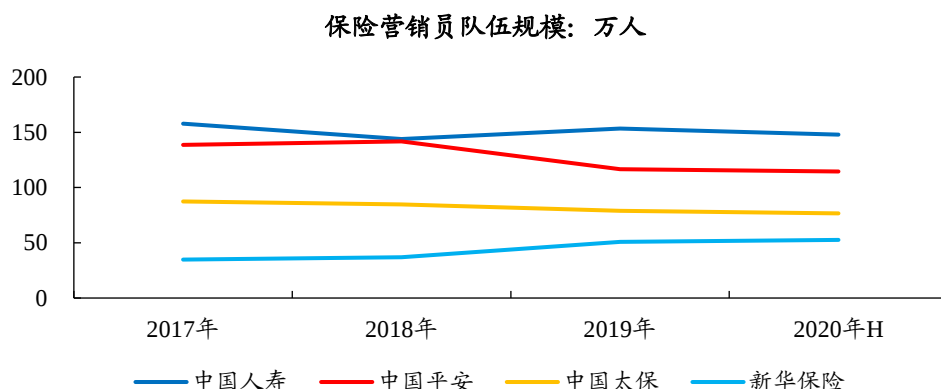
表4：2015年4月24日全国人大常委会修订《保险法》取消了保险销售（含代理）资格核准审批事项

	修订前	修订后
第 111 条	保险公司从事保险销售的人员应当符合国务院保险监督管理机构规定的资格条件，取得保险监督管理机构颁发的资格证书。前款规定的保险销售人员的范围和管理办法，由国务院保险监督管理机构规定。	保险公司从事保险销售的人员应当品行良好，具有保险销售所需的专业能力。保险销售人员的行为规范和管理办法，由国务院保险监督管理机构规定。
第 122 条	个人保险代理人、保险代理机构的代理从业人员、保险经纪人的经纪从业人员，应当具备国务院保险监督管理机构规定的资格条件，取得保险监督管理机构颁发的资格证书。	个人保险代理人、保险代理机构的代理从业人员、保险经纪人的经纪从业人员，应当品行良好，具有从事保险代理业务或者保险经纪业务所需的专业能力。

资料来源：中央政府门户网、开源证券研究所

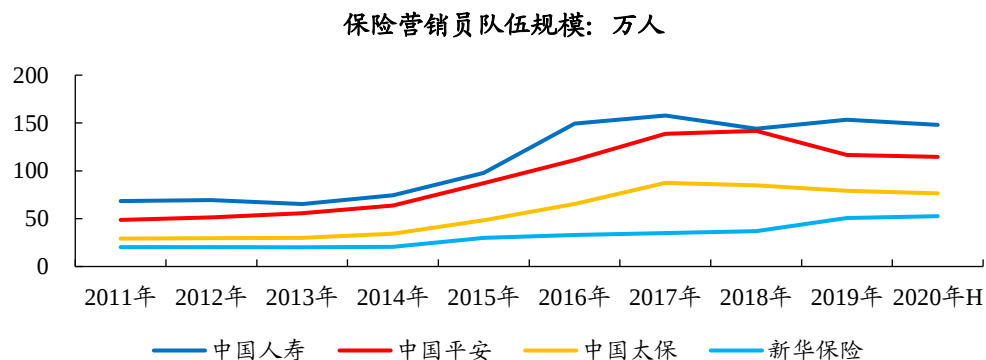
第三个阶段为 2018 年至今的战略转型期。2017 年保监会发布 134 号文件，限制了快返年纪并禁止了年金附加万能的产品形态。我们认为，因该项政策限制了简单、易销售的保险产品计划，使得销售难度上升，间接导致了寿险队伍经营策略的转型，进入到人力规模较稳定甚至下滑的战略转型期，其中原因详见后文分析。

2017 年后，四家上市险企总计保险营销员人力保持平稳，由 2017 年末的 419 万人降至 2020 年 H1 末的 413 万人，微幅下滑-1.41%，新华保险队伍人力则由 2017 年末的 34.8 万人增长至 2020 年 H1 末的 52.6 万人，中国人寿队伍人力由 2017 年末的 158 万人增长至 2020 年 H1 末的 169 万人，中国平安、中国太保人力均出现下滑，若剔除中国人寿原银保渠道保险规划师队伍归属调整影响，据测算中国人寿队伍人力由 2017 年末的 158 万人下降至 2020 年 H1 末的 148 万人，剔除后四家上市险企总计队伍人力出现-6.42%的小幅下滑。

图8：2018年起，上市险企人力出现微幅下滑


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

注：图8剔除了中国人寿原银保渠道保险规划师队伍归属调整的影响

图9：人力队伍三阶段分段趋势明显，2015年、2018年为分界时点


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

注：图9剔除了中国人寿原银保渠道保险规划师队伍归属的影响

1.3、提升保险营销员队伍规模边际收益减少，催生经营高质量队伍战略

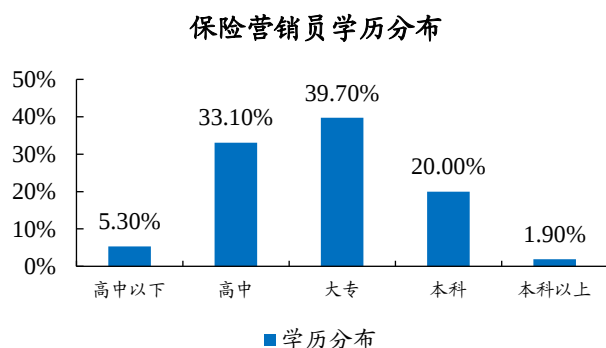
监管政策引导催化保险行业队伍经营策略快速过渡。保险行业队伍发展必定经历粗放式发展、专业化转型两个阶段，而我国保险行业在监管政策的促进和催化下，加速了队伍经营策略转型的历程。由于历史发展原因，我国保险营销员队伍多采用代理制，对于代理人来说，收入分为无责任底薪、销售佣金收入及组织架构收入，缺乏劳动合同的保护且保险公司不提供社保，形式更加类似于无需投入成本的商品经销商。代理人收入的多寡完全取决于自身的产能，而保险产品在民众保险意识尚未兴起时属于低频低感知的金融产品，销售难度较大，收入不稳定，展业往往从身边的亲戚朋友开始，所以对于高素质人才的吸引力较低。

正是由于这种代理人队伍发展初期成本低、人均产能低的特性与展业从身边开始的业务模式，保险公司早期可以也必须通过提升人力规模的方式快速扩大保费收入。但随着时间的推移和社会经济的发展，消费者对于保险从业人员的专业性需求逐渐提高，精通人身险的代理人需要掌握的不仅仅是保险合同的解读与投保、核保、理赔等多个服务环节，更需要掌握金融、法律、税务、教育、医疗等多方面技能，而我国目前代理人队伍的平均水平尚不能达到为客户提供如此多元的解决方案，专业化转型已在拐角。

我们认为，目前寿险行业所面临的困境是，由于历史发展原因所造成的经营策略路径依赖导致保险产品的低质量供给无法匹配、满足消费者在社会发展进程中所需要的不断发展的高质量专业化保险产品需求。直接催生 2018 年至今寿险队伍经营策略转型的原因有三：

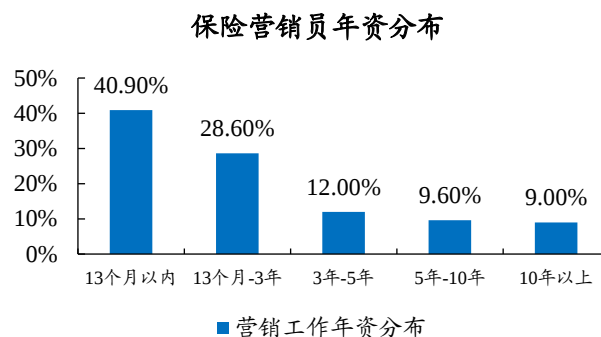
- 1) 监管政策催化：监管政策的长期利益导向及相关监管政策加大了寿险代理人队伍的专业化及销售技能需求；
- 2) 候选人质量降低：队伍的快速上量透支了候选人的质量且新兴行业的崛起对于保险行业增员产生冲击；
- 3) 边际成本提升：职场费用、培训投入、内勤配置等业务管理费用支出未能随队伍规模提升产生规模效应。

图10：保险营销员队伍平均学历较低



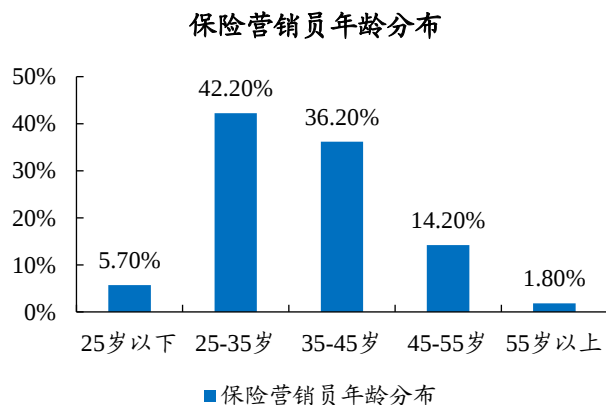
数据来源：《2018 中国保险市场中介生态白皮书》、开源证券研究所

图11：保险营销员工作年限 10 年以上占比不足 10%



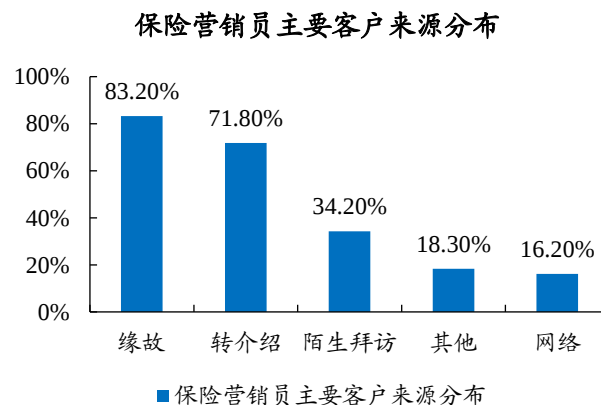
数据来源：《2018 中国保险市场中介生态白皮书》、开源证券研究所

图12：保险营销员多为 25-45 岁人群



数据来源：《2018 中国保险市场中介生态白皮书》、开源证券研究所

图13：保险营销员主要客户来自于缘故客户



数据来源：《2018 中国保险市场中介生态白皮书》、开源证券研究所

● 监管政策催化：

监管政策间接提升保险产品销售难度。监管提倡保险姓保，回归保障本源，限制形态简单、容易产生销售误导的保险产品销售，提升保险产品销售难度，造成上市险企人均新业务保费开始下滑，导致个险渠道新业务保费逐渐承压。保监会自 2016 年提出保险姓保后，多次对保险产品问题做出清查。保监会 2017 年发布了长期利好保

险行业发展的 134 号文件，限制了快速返还型年金，此文将相对较容易销售的快返年金和年金+万能险的产品组合明确禁止，规范了销售宣传材料及话术，提高了寿险公司保险产品的销售难度，从而降低了保险营销员队伍规模对新业务保费的直接拉动作用，压制了新业务保费的增长，催化加速了寿险代理人队伍的专业化转型。

表5: 保监会 2017 年 134 号文监管力度强，对产品设计、宣传销售做出限制

主要条款条目	条款内容	具体影响
第三条第一款	两全保险产品、年金保险产品，首次生存保险金给付应在保单生效满 5 年之后，且每年给付或部分领取比例不得超过已交保险费的 20%。	限制易销售的快返年金
第三条第二款	万能型保险产品、投资连结型保险产品设计应提供不定期、不定额追加保险费，灵活调整保险金额等功能。保险公司不得以附加险形式设计万能型保险产品或投资连结型产品。	万能险账户可单独购买
第三条第六款	保险产品名称应当清晰明了，突出保险产品责任特点。保险产品定名、产品说明书以及相关宣传材料中不得包含“理财”“投资计划”等表述。	降低销售误导
第三条第七款	保险公司对产品进行组合销售的，应在产品宣传材料中明确告知消费者为“保险产品组合”或“保险产品计划”。	降低销售误导
第四条	保险公司违反监管规定开发设计人身保险产品，或通过产品设计刻意规避监管规定的，中国保监会将依法进行行政处罚，采取一定期限内禁止申报新的产品、责令公司停止接受部分或全部新业务等监管措施，并严肃追究公司总经理、总精算师等责任人责任。	如违反规定 将限制新产品申报、 暂停新业务开展
第五条	本通知自发布之日起实施。中国保监会此前引发的有关规定与本通知不符的，以本通知为准。本通知发布后，新报送审批或备案的保险产品需严格遵照本通知要求执行，对已经审批或备案的产品，保险公司需在 2017 年 10 月 1 日前完成自查和整改。	不符合规定的产品需在 2017 年 10 月 1 日前下架

资料来源：保监会、开源证券研究所

表6: 监管强调保险姓保，多次对保险产品设计提出指示，限制长险短做行为

时间	文号	政策名称	主要内容	影响
2016 年 3 月	保监发〔2016〕22 号	《关于规范中短存续期人身保险产品有关事项的通知》	规范中短存产品	明确定义中短存产品，对销售此类产品的保险公司偿付能力做出要求，并对年销售收入做出限制
2017 年 10 月	保监发〔2017〕134 号	《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》	禁止快返年金 万能险不能作为附加险	保险产品拼收益率情况好转，减少行业销售误导，保险姓保
2018 年 5 月	银保监发〔2018〕19 号	《关于组织开展人身保险产品专项核查清理工作的通知》	开展人身保险专项清核	严查违规开发快返产品及长险短做，不合格产品要在同年 7 月下架

资料来源：银保监会、开源证券研究所

因寿险队伍规模庞大，培训体系复杂，个险渠道对于产品的切换较为敏感。当个险代理人习惯销售简单的产品后，复杂产品替代简单产品的升级会使其展业难度增大，掌握新产品销售逻辑需要一段时间的培训学习。我们在后文对 134 号文件发布前后的产品做了比较，对客户所能感知的保单利益进行了测算，以中国人寿为例。

表7: 中国人寿在 2017 年 134 号文件后，产品设计给付时点明显延后，风险保障属性得到提升

中国人寿开门红主销保险产品			
开门红年份	2017 年开门红	2018 年开门红	2021 年开门红
产品名称	鑫福赢家	鑫耀一生	鑫耀东方
产品形态	年金主险+附加万能	年金+万能双主险	年金+万能双主险

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

中国人寿开门红主销保险产品

缴费年期	3 年/5 年/10 年	3 年/5 年/10 年	趸交/3 年/5 年
第一次给付	保单生效后第一年	保单生效后第五年	保单生效后第五年
保险期间	终身	终身	年金 10 年/万能终身
产品计划险种一	鑫福赢家年金保险	鑫耀一生年金保险（分红型）	鑫耀东方年金保险
产品计划险种二	附加鑫账户铂金版/钻石版	鑫尊宝终身寿（万能型）A 款/B 款	鑫尊宝终身寿险（万能型）庆典版
最高投保年龄	65 岁	65 岁	70 岁

资料来源：中国人寿官网、保险师 APP、开源证券研究所

测算假设为投保人、被保险人为同一人，男性，30 岁，3 年交，年金险保费 10 万元/年，万能险首年投保 50 元，客户在保险期间内生存，且无万能险追加与给付，中档分红，中档结算，受制于篇幅限制，本文仅展示重要给付年度及部分人生关键十年年度利益展示表。在这里我们可以明显看到，中国人寿 2018 年开门红产品鑫耀一生与 2017 年开门红产品鑫福赢家相比，在保险金给付时点明显延后，会造成客户无法快速感知保险利益返还，造成销售难度上升。IRR 方面，三款产品均在长久期情况下接近万能险中档结算假设利率 4.5%，但在短久期情况下，2018 年开门红产品鑫耀一生 IRR 无法给予客户足够吸引力。

表8: 2018 年开门红产品鑫耀一生 IRR 提升速度较慢，客户感知为收益率低

被保险人年龄	鑫福赢家 (2017 年)	鑫耀一生 (2018 年)	鑫耀东方 (2021 年)
40 岁	-21.75%	-6.74%	1.67%
41 岁	2.00%	-5.24%	3.06%
50 岁	3.31%	0.67%	3.83%
60 岁	3.77%	2.58%	4.10%
61 岁	3.80%	4.08%	4.12%
70 岁	3.99%	4.22%	4.23%
80 岁	4.12%	4.30%	4.31%
90 岁	4.20%	4.35%	4.35%

数据来源：保险师 APP、开源证券研究所

表9: 2017 年开门红产品鑫福赢家客户感知为给付即刻到账

保单年度 (年)	被保险人年龄 (岁)	保费 (元)	生存金 (元)	现金流 (元)	账户价值 (元)
1	31	-100050	20000	-80050	20971
2	32	-100000	1024	-98976	23005
3	33	-100000	1024	-98976	25133
4	34	0	1024	1024	27359
5	35	0	1024	1024	29686
6	36	0	1024	1024	32121
7	37	0	1024	1024	34668
8	38	0	1024	1024	37332
9	39	0	1024	1024	40118
10	40	0	1024	1024	43032
11	41	0	300000	300000	358791
20	50	0	153.6	153.6	539270

保单年度 (年)	被保险人年龄 (岁)	保费(元)	生存金(元)	现金流(元)	账户价值 (元)
30	60	0	153.6	153.6	847016
31	61	0	153.6	153.6	886088

数据来源：保险师 APP、开源证券研究所

表10：2018 年开门红产品鑫耀一生首次生存金给付晚，客户感知为给付到账较晚

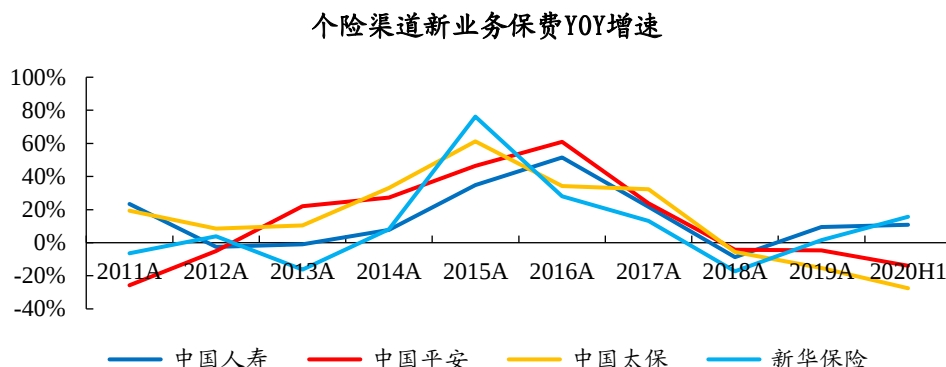
保单年度 (年)	被保险人年龄 (岁)	保费(元)	生存金 (元)	分红金 (元)	现金流 (元)	账户价值 (元)
1	31	-100050	0	1440	-98610	51
2	32	-100000	0	3255	-96745	1543
3	33	-100000	0	5296	-94704	4983
4	34	0	0	5428	5428	10690
5	35	0	60000	5564	65564	16793
6	36	0	40000	4502	44502	85564
7	37	0	958	3814	4772	136178
8	38	0	958	3888	4846	147756
9	39	0	958	3964	4922	159525
10	40	0	958	4042	5000	171913
11	41	0	958	4121	5079	184952
20	50	0	958	4930	958	338226
30	60	0	300000	6076	300000	611779
31	61	0	144	228	144	956892

数据来源：保险师 APP、开源证券研究所

表11：2021 年开门红产品鑫耀东方给付额度高，频率集中，客户感知给付快

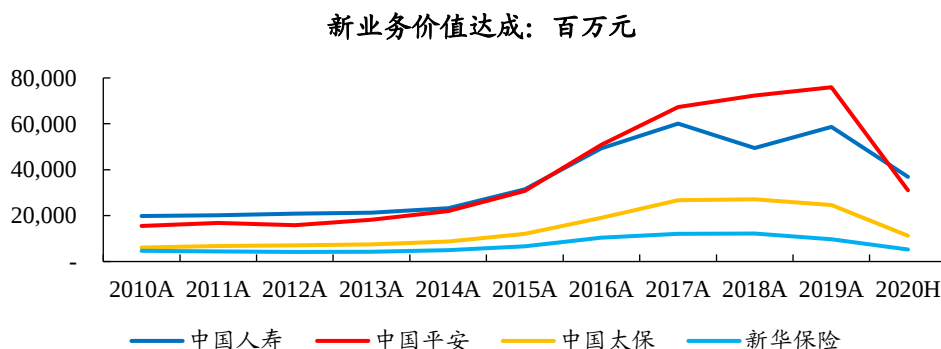
保单年度 (年)	被保险人年龄 (岁)	保费(元)	生存金(元)	现金流(元)	账户价值 (元)
1	31	-100050	0	-100050	51
2	32	-100000	0	-100000	53
3	33	-100000	0	-100000	55
4	34	0	0	0	58
5	35	0	60000	60000	61
6	36	0	60000	60000	62152
7	37	0	60000	60000	127681
8	38	0	60000	60000	196176
9	39	0	60000	60000	267768
10	40	0	33890	33890	342599
11	41	0	0	0	393805
20	50	0	0	0	590086
30	60	0	0	0	924661
31	61	0	0	0	967139

数据来源：保险师 APP、开源证券研究所

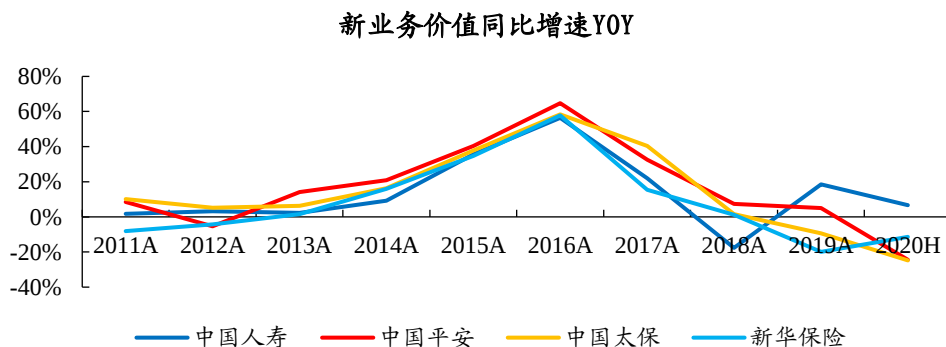
图14: 受 2017 年 134 号文件影响, 2018 年个险新业务保费增速明显放缓


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

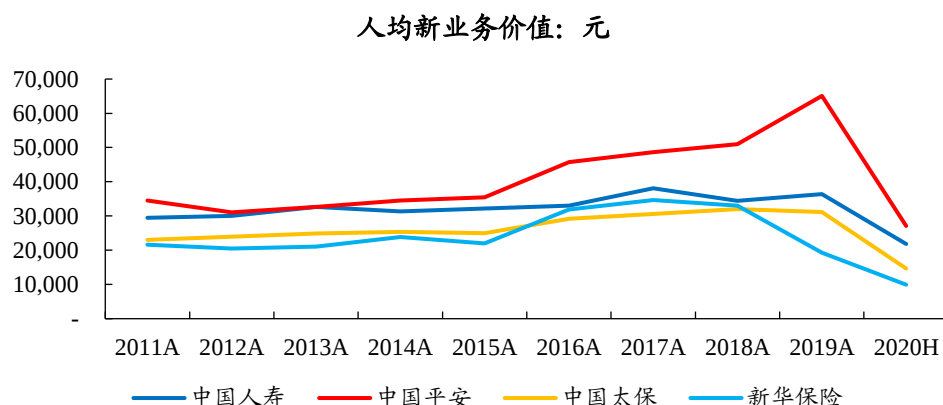
因保险行业的特殊性, 我们考察保险行业时不仅需要关注新业务保费还需要关注新业务价值, 不过我们观察到, 在我们分析时间区间内, 各家上市险企新业务价值表现与个险新业务保费呈正相关。若我们将保险营销员队伍的规模人力视为数量, 将人均新业务价值视作质量, 在行业整体新业务价值增速类似的情况下, 我们可以明显的看到, 中国平安自 2018 年起, 有意压降队伍数量, 提升队伍质量; 与之相对则为新华保险, 2019 年队伍数量提升明显, 代表质量的人均新业务价值下滑较快。

图15: 四家上市险企新业务价值在 2015 年-2017 年间高速增长


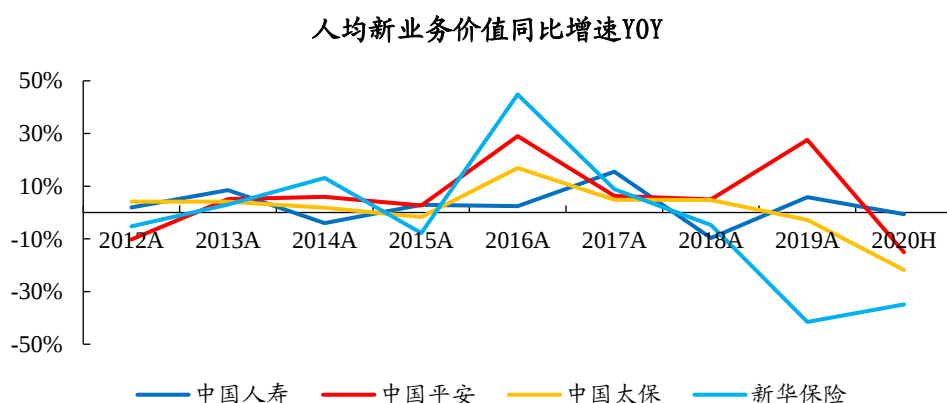
数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 四家上市险企新业务价值在 2017 年后增速出现回落


数据来源: Wind、开源证券研究所

图17：近十年来，四家上市险企人均新业务价值未出现明显提升


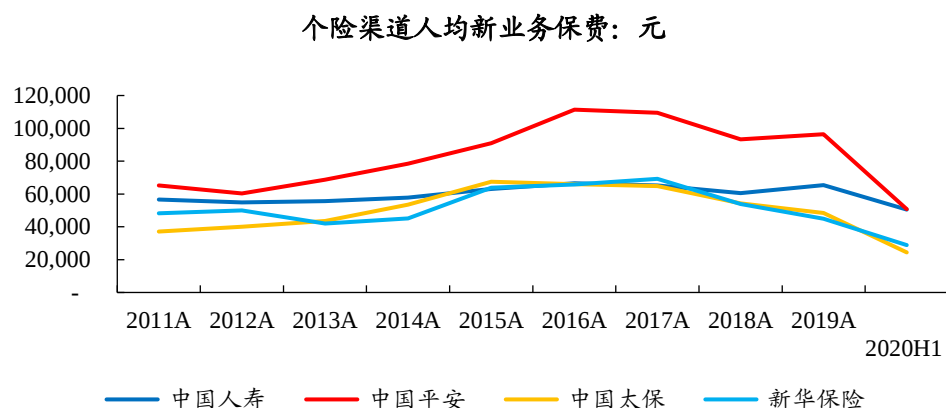
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：人均新业务价值增速在 2015 年与 2019 年出现两次分化


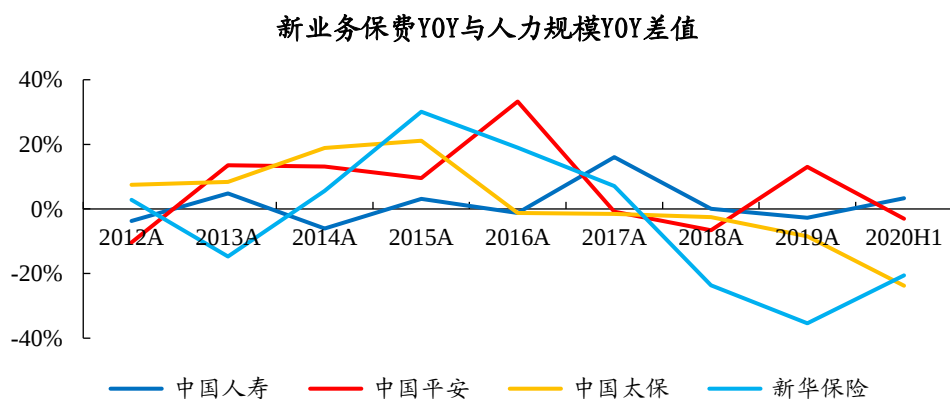
数据来源：Wind、开源证券研究所

● 候选人质量降低：

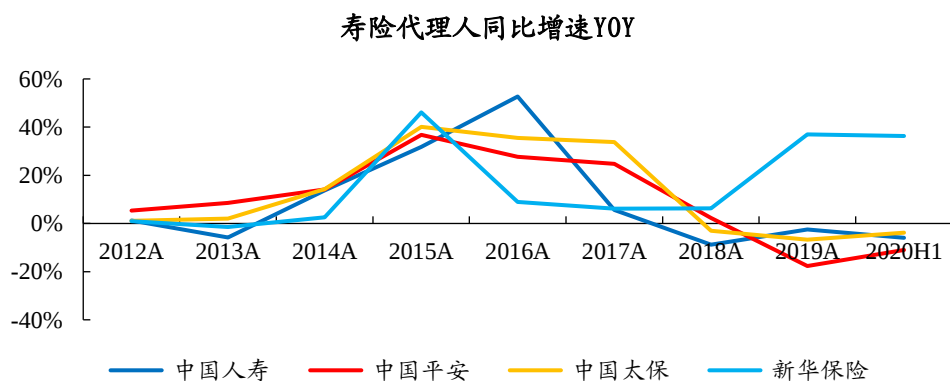
增员候选人质量降低造成新业务保费增速低于人力规模增速。我们认为，在良性循环的寿险队伍及业务发展模式下，新业务保费增速应略微优于人力规模增速。但实际情况为新业务保费增速逐渐落后于人力规模增速，说明提升队伍规模带来保费增长的红利下降。我们分析认为，出现该种现象的原因有三：一是由于我国寿险代理人占城镇人口比例逐步接近甚至超越发达国家，截至 2015 年日本代理人占城镇人口比例为 0.86%，2019 年末我国代理人占比城镇人口已达到 1.06%，代理人占比的快速提升造成展业效率的下降；二是由于保险代理人常年大进大出，行业口碑有所下滑，有意愿且能力足够的候选人在减少，新增员代理人的质量出现下滑；三是由于近年来新兴的物流、配送、家政服务等职业收入水平的提升，降低了保险行业的吸引力，能力较强的人才有了其他可选择的行业及职业发展路径。

图19：上市险企人均新业务保费自 2017 年已出现下滑


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图20：新业务保费增速自 2016 年逐渐低于人力规模增速


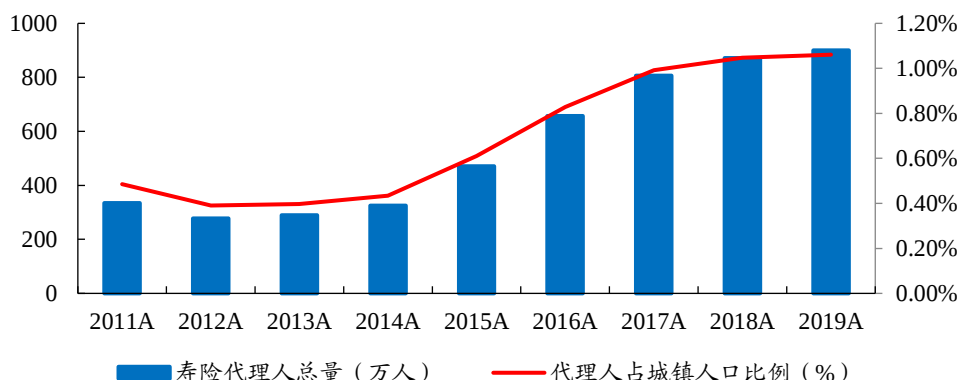
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图21：人力规模增速自 2017 年后出现分化


数据来源：公司公告、开源证券研究所

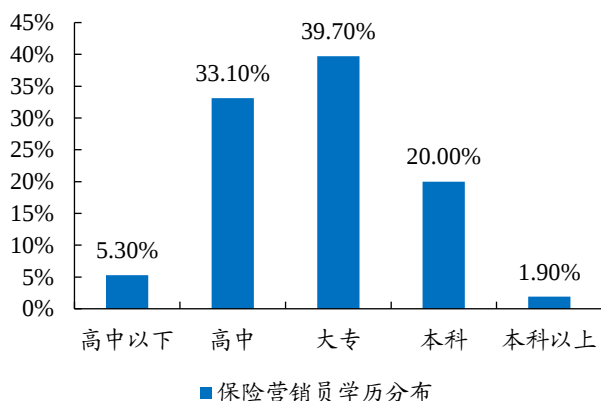
注：中国人寿数据已剔除银保保险规划师队伍归属调整影响

图22: 我国寿险代理人占城镇人口比例逐步提升



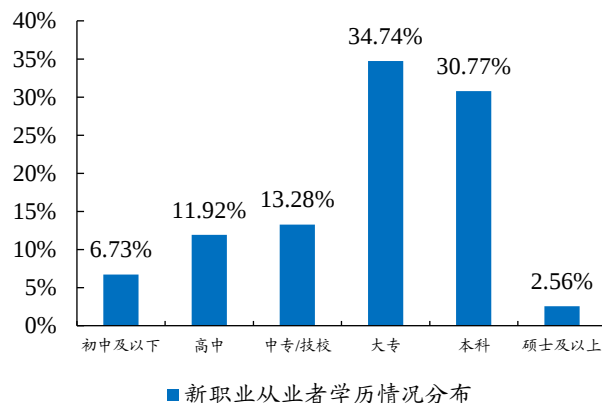
数据来源: 银保监会、Wind、开源证券研究所

图23: 保险营销员平均学历偏低



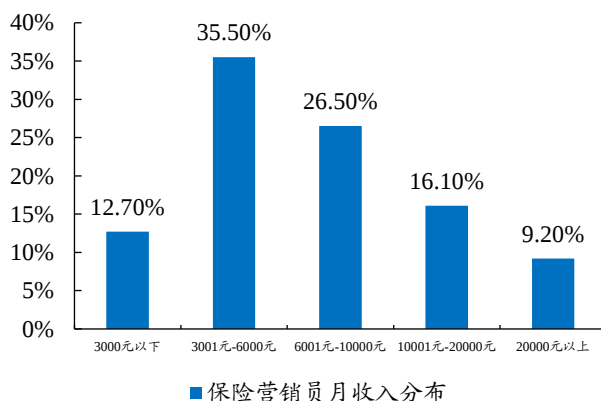
数据来源: 《2018 中国保险市场中介生态白皮书》、开源证券研究所

图24: 新职业从业者平均学历优于保险营销员平均学历



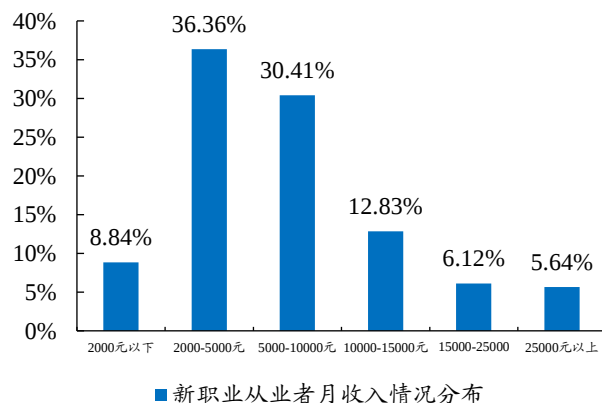
数据来源: 《2019 年生活服务业新职业人群报告》、开源证券研究所

图25: 保险营销员平均月收入偏低



数据来源: 《2018 中国保险市场中介生态白皮书》、开源证券研究所

图26: 新职业从业者平均月收入高于保险营销员

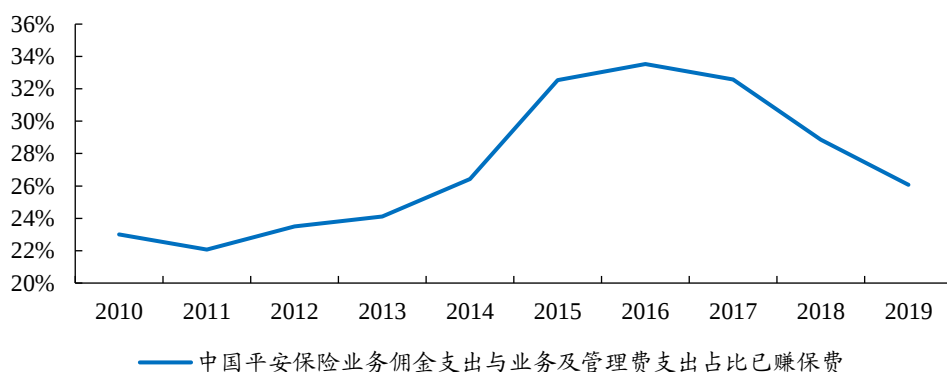


数据来源: 《2019 年生活服务业新职业人群报告》、开源证券研究所

● 边际成本提升：

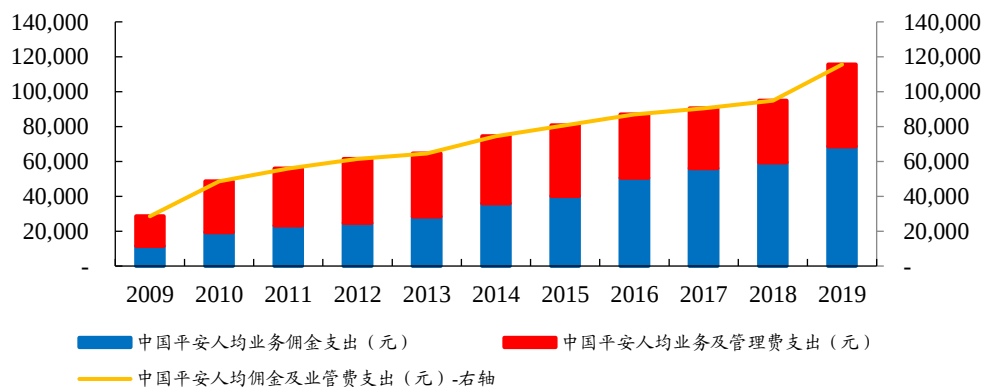
队伍规模带来的管理费用提升进一步降低人力红利。代理人队伍的快速扩张会倒逼保险公司提供相应的办公职场、行政内勤及培训力量。同时，各家险企争夺人力时，除了基本法所提供的增员津贴支持外，销售保险产品所赚取的佣金率同样是候选人所考虑的因素之一。以中国平安为例，2015年至2017年，保险业务佣金支出与业务及管理费支出占比已赚保费分别为33%、34%、33%，而2014年与2018年，该值分别为26%、29%。人均佣金支出及人均业务管理费持续提升增大了险企的经营成本，佣金支出可看作业务发展的成本与代价，但人均业务管理费提升则意味着边际成本无法压降，队伍规模的上升无法摊薄业务管理费用，进一步降低人力规模的红利。

图27：2015年-2017年中国平安佣金及业管费用支出占比已赚保费高于其他年份



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图28：人均佣金及业务管理费支出持续提升，增员边际成本不断提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

保险产品销售逐步趋向专业，提升保险营销员队伍规模的边际收益降低、边际成本提升，注定了险企寿险队伍的经营必将经历粗放式扩张转向专业化经营的道路。我国监管部门提倡利好行业长远发展“保险姓保、回归保障本源”的政策，一定程度上催化加速了上市险企转变队伍经营战略的进程。我们在下文对各家上市险企的经营战略转型做出梳理与分析。

2、扎实上量、提质增效是各家寿险队伍经营的基本方向

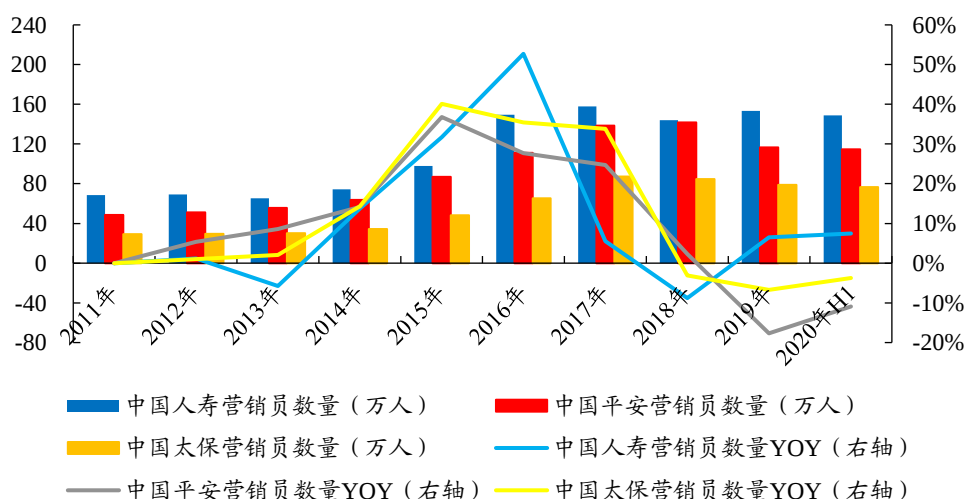
多家上市险企在队伍经营战略中，已将队伍质量置于队伍数量之前。目前中国人寿、中国平安、中国太保已在逐步的控制队伍质量与规模，一方面通过考核、培训等方式

淘汰产能偏低人力、提升整体队伍素质，另一方面把住保险营销员队伍增员入口端，优选优增，从而提升保费收入及新业务价值增量；新华保险选择规模价值同步增长，因历史人力基数较低，自 2019 年开始意图通过大幅提升保险营销员队伍规模拉动业绩增长。

总体来讲，寿险队伍经营策略转型可分为三部分：

- 1) 优增优选：把控入口端，提供优质候选人画像，严格筛选面试，给予优才无责任津贴，给予推荐人推荐奖励；
- 2) 提升产能：加强培训针对性及投入力度，运用科技赋能一线，给予一线更多获客工具，增加运营支持力度。
- 3) 严格淘汰：严格执行基本法相关考核政策，清退低产能人力。

图29：2017年后中国人寿、中国平安、中国太保营销员 YOY 增速明显下滑

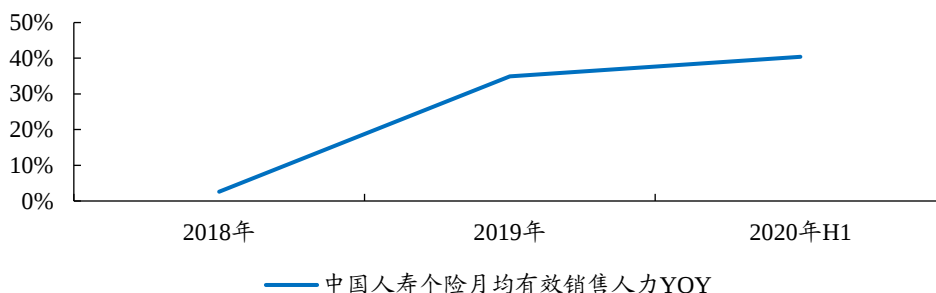


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：图 29 已剔除中国人寿原银保渠道保险规划师队伍归属影响

2.1、中国人寿“提质扩量”，赋能一线为下步方针

中国人寿披露，自 2015 年后，队伍发展策略由“扩量提质”调整为“提质扩量”。中国人寿以提升队伍质量为优先，并且要在长时间内保持战略定力不动摇，同时，尊重保险营销市场规律，坚持不懈的为一线队伍提供支持。在对队伍的管理上通过落地实施新版基本法，促进关键基础指标稳步提升，督促一线自主经营，不断激发营业部及外勤职场的营销潜能。另一方面，中国人寿在遇到 2020 年不断发生变化的外部环境时，将其积累的科技能力及时投放至一线队伍手中，给予其足够的支持，包括营销工具支持、运营流程简化、综合金融产品支持，使保险营销员队伍能够有更多接触客户的载体，同时也为客户提供了更多的服务。

图30: 中国人寿个险月均有效销售人力提升明显


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2.2、中国平安以变应变，寿险改革聚焦“渠道+产品”

中国平安贯彻“渠道+产品”双轮驱动策略，打造数字寿险。从队伍、产品、管理、文化四个方面出发进行改革，打造长期可持续的健康增长平台，中国平安本次改革始于2018年，由2019年11月启动全面深入改革，绝大多数项目已完成顶层设计，近一半项目推动机构试点，个别项目已开始推进全面落地，预计2020年底完成改革试点，2021年全面推广改革。

本次改革聚焦“渠道+产品”：

渠道方面：中国平安于2020年进行了基本法的修订，本次修订加强了对未来的激励与关怀，同时对机构、代理人进行分层分类管理，加强长期利益的投入，代理人方面对于新人、绩优与主管激励方式做出了区分，新人加强留存，绩优加大业务投入、引导以优增优，主管鼓励扩大架构。通过对于不同人群的区分与定位，有针对性的进行资源投放，加强队伍管理的准确性从而提升队伍质量。并且在培训、工具的支持上给予更多的支持。利用科技赋能代理人，短期聚焦“增员+增产”，长期打造一支高产能、高收入、高质量的代理人队伍，优化销售管理基础管理工作，提升代理人销售技能，优化代理人基本法组织发展路径，实现队伍分层管理，加大培训投入，给予代理人千人千面的高品质培训、产品和数字化展业工具。

产品方面：以客户需求为导向，不再以“一款产品打天下”作为营销策略，发挥集团综合金融又是，构建“寿险+”产品体系，实现产品“+医疗健康、养生养老、教育服务”场景，满足客户多元的保障需求。总结来说，中国平安希望成为全球最领先的金融集团，成为行业的领先者，计划通过拥抱科技、运用科技，提升代理人质量，注重代理人收入，保持队伍长期健康平稳发展，利用寿险作为切入点，开发多元化产品，提供多种类服务，为客户提供一站式的金融服务。

图31: 中国平安寿险改革势在必行



资料来源: 中国平安 2020 年中期业绩报告、开源证券研究所

图32: 中国平安寿险改革剑指全球领先的人寿保险公司

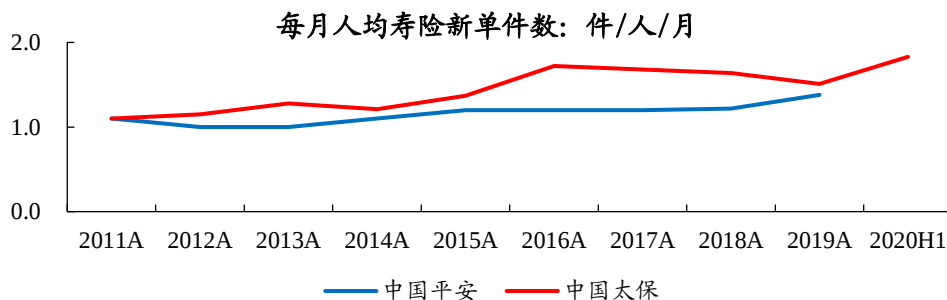


资料来源: 中国平安 2020 年中期业绩报告、开源证券研究所

2.3、中国太保聚焦“三支队伍”，推动队伍转型升级

中国太保在其转型太保 2.0 的过程中，围绕着“三支队伍”推动队伍转型升级。意图打造核心队伍、新生代队伍与超绩优队伍三支队伍，自上而下进行转型升级的推进。并且首创太保伙伴节，用以增强其队伍内部自信及粘合度，稳定队伍，并提升队伍竞争力。

图33: 中国平安、中国太保每月人均寿险新单件数平稳提升，队伍质态向好（单位：件/人/月）

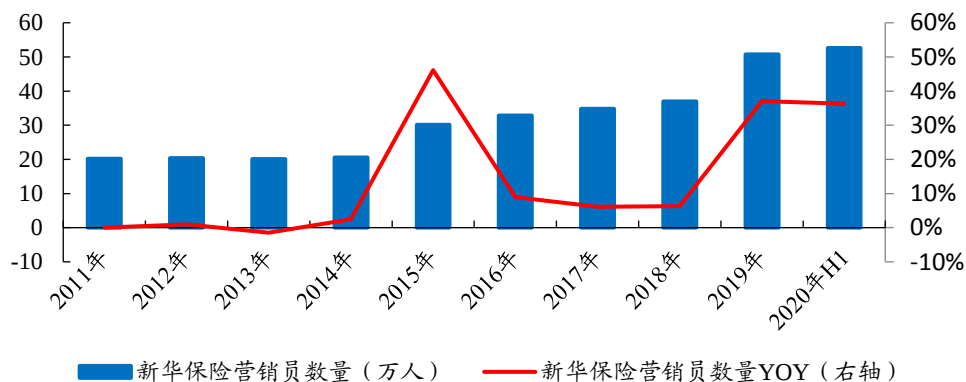


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.4、新华保险量质并举，拼出市场才有发展机会

新华保险量质并举，追求规模与价值同步增长。新华保险由 2018 年末的 37 万人已增加至 2020 年 H1 的 52.6 万人，我们预计新华保险的营销员队伍规模将进一步提升至 58 万人。在新华保险人力快速增加的同时，管理层提出要队伍人力要达成“三高”特性，即“高产能、高留存、高素质”，实现队伍年轻化，提升队伍活力并通过对绩优业务员的资源倾斜提升整体队伍的动力。在队伍数量和质量提升的同时，新华保险提出四个营销以实现业务质量及队伍产能的提升：1.基本法导向营销；2.氛围营销；3.活动营销；4.责任营销。除此之外，针对不同层级的营销员推出不同的培训，打造新人、主管生产线，建立卓越经理人、卓越 5000 等绩优队伍。我们判断，新华保险目前以量质并举的方式推动保险营销员队伍的提升，预计在规模人力达到 60-80 万人的范围后，将把资源更多的投放在存量队伍的产能提升。

图34：2019 年新华保险人力大幅增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

寿险队伍经营策略质在量前，产能提升带来业务增量。中长期看，寿险业务发展模式已逐渐由人力规模驱动转向人力质量驱动，队伍规模将保持稳定微增态势，保持业务基本盘稳定，人均产能的提升将成为未来寿险公司业务增量的主要拉动点。

3、低基数效应叠加队伍经营战略转型效果，上市险企开门红有望超预期

各家上市险企均提前布局 2021 年开门红。由于 2020 年疫情带来的影响，各家上市险企急需开门大红维持领先地位或逆转局势，均比往年重视开门红，提前布局备战 2021 年开门红，结合疫情造成的低基数，2021 年开门红有望超预期。中国人寿继续延续 2020 年开门红策略，预计于 2020 年 10 月 20 日正式开卖。中国平安 2019 年意图淡化开门红概念，但由于新冠疫情黑天鹅事件爆发，影响全年达成计划，预计 2021 年开门红提前至 2020 年 11 月初启动。中国太保 2020 年备战启动较晚，2021 年开门红备战大幅提前，已于 2020 年 10 月 9 日正式启动。新华保险预计延续 2020 年开门红备战节奏，于 2020 年 11 月下旬正式启动。

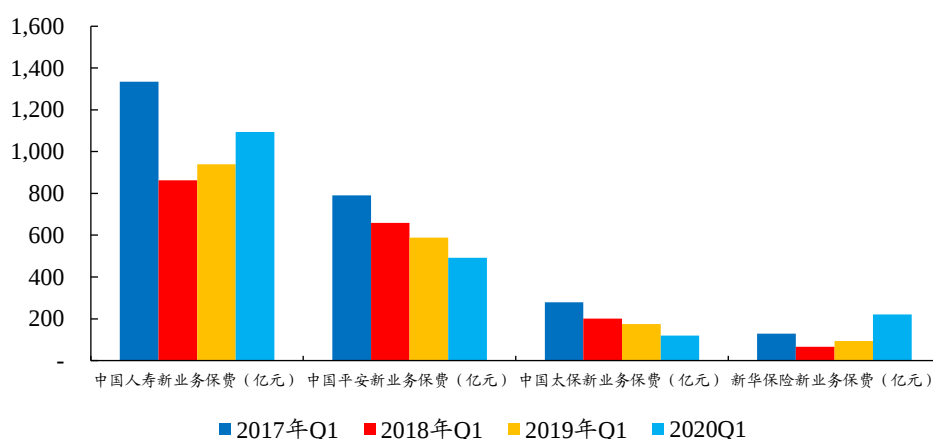
表12：2021 年上市险企均提前开门红启动时间节点

公司	2020 年开门红启动时间	2021 年开门红预计启动时间
中国人寿	2019 年 10 月上旬	预计 2020 年 10 月 20 日

公司	2020 年开门红启动时间	2021 年开门红预计启动时间
中国平安	2019 年 12 月中旬	预计 2020 年 11 月 1 日
中国太保	2019 年 12 月初	预计 2020 年 10 月 9 日
新华保险	2019 年 12 月初	预计 2020 年 11 月下旬

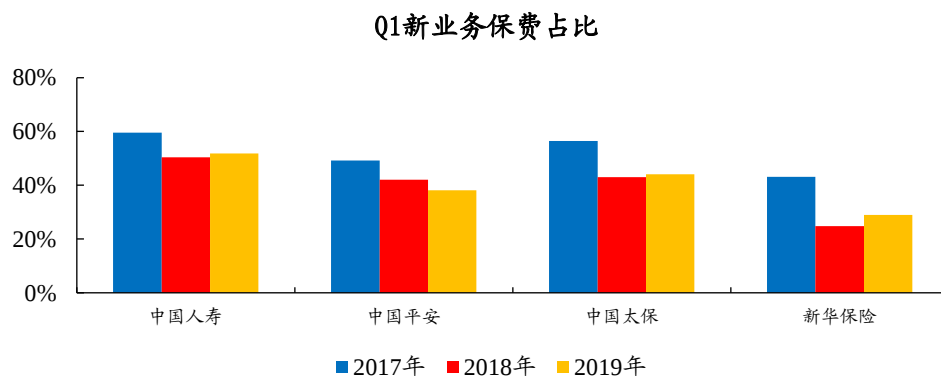
资料来源：开源证券研究所

图35：中国平安、中国太保 2020 年前意图淡化开门红概念，叠加疫情影响，导致低基数



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图36：上市险企近三年 Q1 新业务保费占比有所下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

开门红产品竞争力较强，助力开门红。各家上市险企开门红主力产品形态已出，万能险账户结算利率略高于银信发行理财产品预期收益率，2021 年保险行业开门红有望超预期。中国人寿将于 10 月 20 日正式预售 2021 年开门红产品《鑫耀东方年金保险》（搭配万能险结算利率三档可选，最高可达 5.1%）。中国平安为了展示改革威力也将提早布局 2021 年开门红，其 2021 年开门红产品也已现身——金瑞人生 21 版，继续以“年金+万能+健康”为客户提供养老、医疗等方面保障，预计于 2020 年 11 月初上市销售。中国太保已于 10 月 9 日备战开门红，启动时间较 2020 年开门红有所提前，产品形态简单，预计达成较好，结合备战开门红的时间节点提前，中国太保有望超预期。

表13: 部分上市险企 2021 年开门红主力产品上市时间早于 2020 年开门红备战阶段

上市险企	产品计划名称	产品形态	缴费期间	保障期间	万能险账户/附加险种	上市时间
中国人寿	鑫耀东方	年金+万能	趸交/3 年/5 年	10 年	鑫尊宝（庆典、A、C） 鑫缘宝（乐鑫）	2020 年 10 月 20 日
中国平安	金瑞人生 21	年金+万能 +轻症倍护疾病	3 年/5 年	10 年/15 年	聚财宝 20+附加轻症倍护疾 病保险	预计 2020 年 11 月 1 日
中国太保	鑫享事诚	两全+万能	3 年/5 年	7 年	传世管家、传世赢家 财富管家、财富赢家	预计 2020 年 10 月 9 号
新华保险	-	-	-	-	-	预计 2020 年 11 月下旬

资料来源：保险师 APP、开源证券研究所

表14: 上市险企 2021 年开门红其他产品形态，中国平安产品计划提供疾病保险和手术津贴的差异化险种

公司	产品计划名称	产品形态	缴费期间	保障期间	万能险账户/附加险种
中国人寿	鑫耀前程	年金+万能	3 年/5 年	15 年	鑫尊宝（庆典、A、C）、 鑫缘宝（乐惠）
中国人寿	鑫耀至尊	年金+万能	10 年	15 年	鑫尊宝（庆典、A、C）、 鑫缘宝（乐鑫）
中国人寿	鑫耀相伴	两全	3 年/5 年/10 年	15 年/20 年/30 年	无
中国平安	财富金瑞 21	年金+万能+轻症倍护疾病+手术津贴	3 年	8 年	聚财宝 20+附加轻症倍护疾 病保险+附加手术津贴医疗 保险

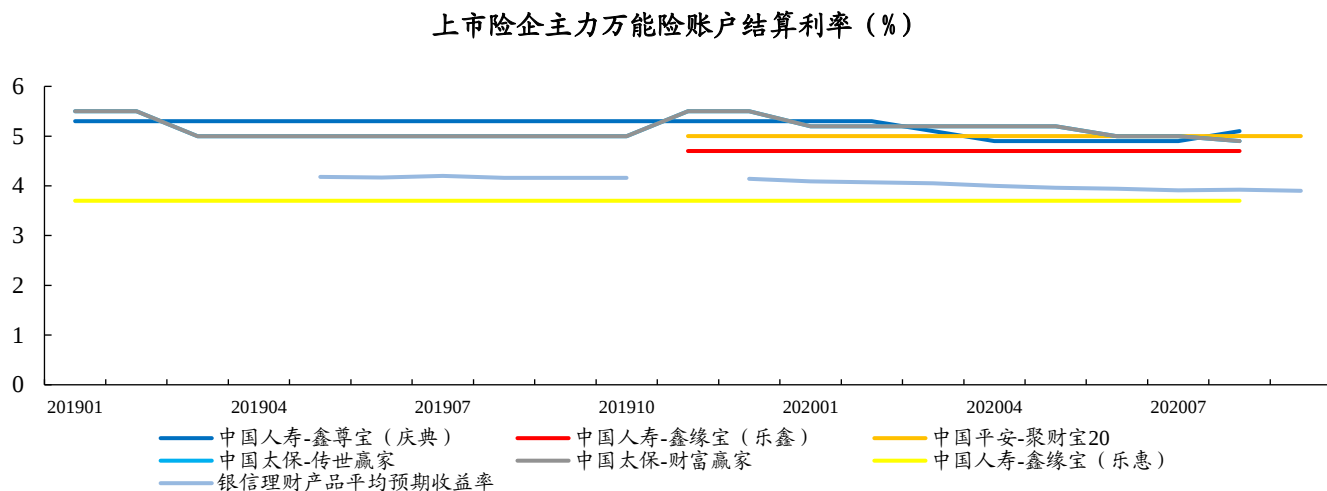
资料来源：保险师 APP、开源证券研究所

表15: 部分上市险企万能险账户结算利率有所下滑

公司	万能险账户名称	相关保险产品计划	是否主力产品	最新结算利率	平均结算利率
中国人寿	鑫尊宝（庆典）	鑫耀东方	是	5.1%	5.2%
中国人寿	鑫缘宝（乐鑫）	鑫耀东方	是	4.7%	4.7%
中国平安	聚财宝 20	金瑞人生 21	是	5.0%	5.0%
中国太保	传世赢家	鑫享事诚	是	4.9%	5.145%
中国太保	财富赢家	鑫享事诚	是	4.9%	5.145%
中国人寿	鑫缘宝（乐惠）	鑫耀前程	否	3.7%	3.7%

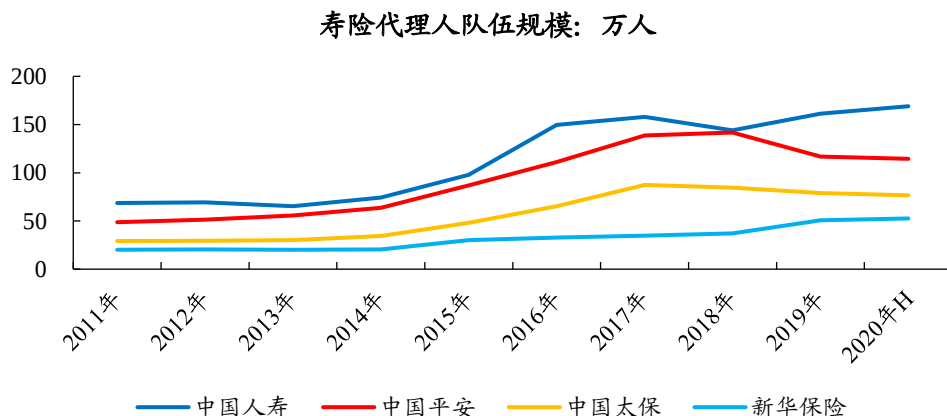
数据来源：保险师 APP、Wind、开源证券研究所

注：平均结算利率为 2019 年 1 月至 2020 年 8 月的每月结算利率的算术平均数；最新结算利率为 2020 年 8 月数据。

图37：部分上市险企 2021 年主销产品计划万能账户结算利率略高于同期银信发行理财产品平均预期收益率


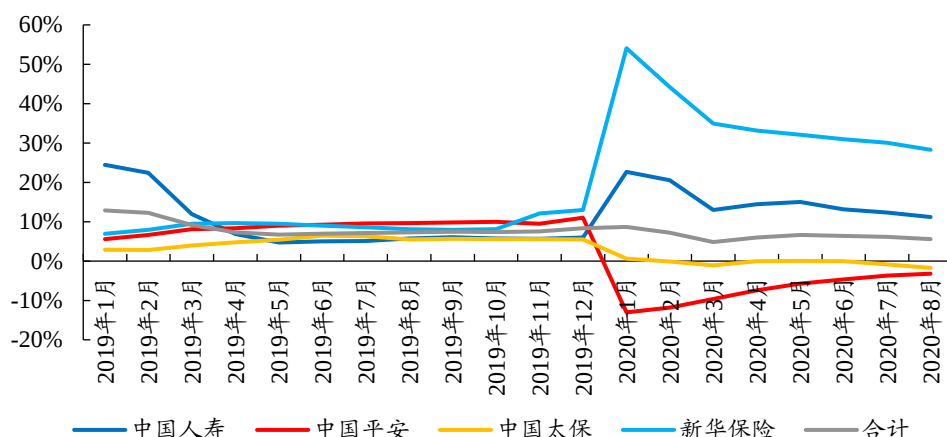
数据来源：Wind、用益信托网、开源证券研究所

代理人队伍经营策略转型局面已定，代理人数量见底，助力开门红新业务保费上量。上市险企均将保险代理人队伍质量的重要性提前，但均保持平稳增员口径，增强考核力度以清虚，提升实动人力占比。我们预计，代理人规模将维持微增态势，不会出现大幅度下降，保持险企保费基本盘的稳定，并通过队伍质量、人均产能的提升拉动险企寿险保费收入。同时，我们根据新华保险 2021 年开门红的预计启动时间，预估新华保险人力会在 2020 年中报披露的 52.6 万人基础上有所提升，结合新业务价值率有所上升，新华保险 2021 年开门红有望超预期。

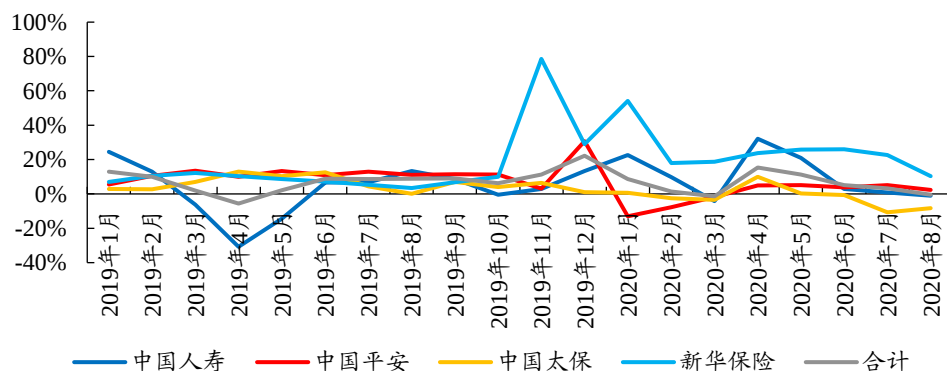
图38：2020 年上市险企代理人队伍规模逐渐稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

国内疫情已得到有效控制，2021 年开门红展业阻碍已消退。我国国内疫情已经得到较好防控处理，上市险企一线营销人员展业阻碍解除，面见客户机会增加，可当面讲解复杂高价值产品。复杂高价值产品将随着疫情好转迎来销售良机，新业务价值率有望提升。

图39：2020年上市险企年累计寿险原保费收入增速差异逐渐缩窄


数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：2020年上市险企单月寿险原保费收入增速4月回升后保持稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

表16：2020H上市险企新业务价值率均出现明显下滑

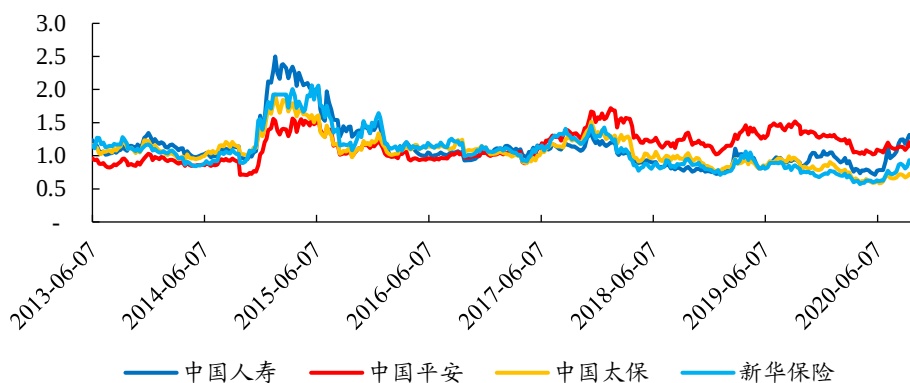
人民币：亿元	中国人寿	中国平安	新华保险	中国太保
新业务价值				
2020H	36,889	31,031	5,221	11,228
2019H	34,569	41,052	5,890	14,927
同比增长	6.71%	-24.41%	-11.36%	-24.78%
新业务价值率				
2020H	39.3%	36.7%	15.3%	37.0%
2019H	39.7%	44.7%	27.0%	39.0%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

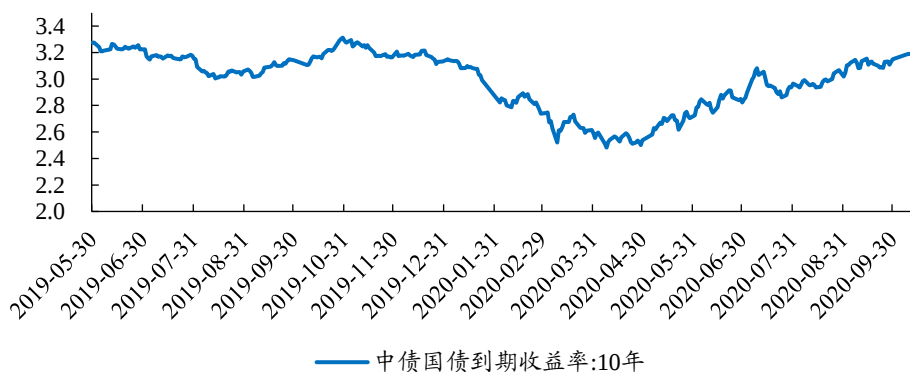
4、投资结论

上市险企积极备战 2021 年开门红，中国太保和中国人寿先后于 10 月开售开门红主打产品，我们预计产品销售情况良好，中国平安预计在 11 月上旬开售开门红产品。整体看，上市险企提早积极布局开门红，对标银行理财类产品收益率优势提升，叠加转型见效和疫情带来的低基数，我们预计上市险企 2021 年开门红保费增速有望超预期。近期十年期国债收益率升至 3.2% 上方，央行表态货币政策稳健中性，保险资产端改善有望持续，开门红保费增速有望超预期，继续看好保险股投资机会。

受益标的：新华保险、中国平安、中国人寿和中国太保。

图41: 保险股 P/EV 估值处理历史中枢下方


数据来源: Wind、开源证券研究所

图42: 十年期国债收益率逐步回升至 3.2% 上方


数据来源: Wind、开源证券研究所

表17: 受益标的当前股价及评级情况

证券代码	证券简称	2020/10/22	评级
601336.SH	新华保险	68.70	未评级
601318.SH	中国平安	82.10	未评级
601628.SH	中国人寿	50.69	未评级
601601.SH	中国太保	33.35	未评级

数据来源: Wind、开源证券研究所

表18: 受益标的估值表

估值指标	证券代码	证券简称	2019A	2020E	2021E
EPS	601336.SH	新华保险	4.67	4.57	5.51
	601318.SH	中国平安	8.41	7.58	9.27
	601628.SH	中国人寿	2.05	2.01	2.36
	601601.SH	中国太保	3.06	2.92	3.43
估值指标	证券代码	证券简称	2019A	2020E	2021E
P/E	601336.SH	新华保险	14.71	15.04	12.47
	601318.SH	中国平安	9.76	10.83	8.86
	601628.SH	中国人寿	24.73	25.26	21.47

估值指标	证券代码	证券简称	2019A	2020E	2021E
P/E	601601.SH	中国太保	10.90	11.41	9.74
估值指标	证券代码	证券简称	2019A	2020E	2021E
BVPS	601336.SH	新华保险	27.07	30.38	34.42
	601318.SH	中国平安	36.83	41.21	47.74
	601628.SH	中国人寿	14.01	15.01	16.55
	601601.SH	中国太保	19.69	20.82	23.22
估值指标	证券代码	证券简称	2019A	2020E	2021E
P/B	601336.SH	新华保险	2.54	2.26	2.00
	601318.SH	中国平安	2.23	1.99	1.72
	601628.SH	中国人寿	3.62	3.38	3.06
	601601.SH	中国太保	1.69	1.60	1.44

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述公司数据来源于 Wind 一致性预期。。

5、风险提示

新冠疫情反复造成寿险保费增速不及预期；经济复苏超预期受阻。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn