

2019年12月18日

证券研究报告 | 年度策略

保险行业2020年度策略

年金险提升景气度，抓住负债端改善机会

证券分析师：马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

证券分析师：赵耀

执业证书编号：S0680519090002

二零一九年十二月

- ✓ **2020年保险行业负债端将会较2019年整体继续改善：**
 - 当前市场对保险股关注的两个方面主要在于：1) 中小公司在价值主力的重疾险方面的竞争会如何演化？2) 上市险企20年开门红及负债端的表现将会如何？
 - **中小公司竞争方面，我们认为2020年将会较2019年边际上相对缓解。**19年上市险企保单继续率下滑而退保仍在改善、没有明显费用投入情况下代理人数量明显下滑都说明了保障型产品受到竞争影响，同时我们也定量分析了潜在的影响规模。但是往2020年看，我们认为三个理由使得中小公司低价格重疾更多是中短期策略而非长期策略：1) 价格底线在于再保公司不接受分保；2) 激进的定价影响保险公司的偿付能力；3) 长期资产难以匹配。因此当前看中小公司也逐步采取措施应对长期风险，对上市险企而言，竞争边际改善意味着代理人生存环境改善，持续脱落的人力有望在20年相对企稳。
 - **对2020年开门红以及全年的NBV增速我们保持整体乐观。**从新开门红产品销售情况、产品形态、公司战略重心、万能账户结算利率以及年金险非充分竞争的属性看，20年年金险景气度将会明显提升，带动行业景气度提升。上市险企开门红整体将优于19年，同时NBV预计将全面转正。
 - **同样2020年行业存在一些不确定性，**主要在于1) 行业利润的不确定；2) 长端利率的不确定。这两块均可能对保险公司股价产生一定的负面影响，尤其在一季报利润数据披露以及下半年长端利率压力更大的情况下，需要对这些因素持续关注。
 - 此外，本报告中还用单独的章节研究了上市险企的产品策略变化和差异。
- ✓ **整体展望2020年，当前估值低位，把握负债端改善机会，积极关注明年的不确定因素。**
- ✓ **个股方面，截至12月17日，国寿、平安、太保、新华对应20年P/EV分别为0.91倍、1.09倍、0.76倍、0.65倍。全年看优选基本面更为稳健、NBV有望改善、代理人有望企稳的中国太保，以及EV增速稳健的行业综合金融龙头中国平安；阶段性关注业绩更为确定的绩优标的中国人寿以及低估值下业绩存在边际改善机会的新华保险。**



- 1、负债端：年金改善行业景气度，保障型产品维持高增长
 - 1.1：保障型产品竞争有望边际缓解
 - 1.2：年金类产品维持行业景气度向上
 - 1.3：人力分化格局下预计20年负增长有望企稳
 - 1.4：上市险企陆续推动转型发展，期待转型效果
- 2、投资端：长端利率的影响仍需要关注
- 3、2020年行业利润不确定性提升
- 4、如何看待上市险企产品策略变化和趋势
 - 4.1 平安：价值导向，优化多元保障产品体系
 - 4.2 太保：保障主打单产品，负债久期更长
 - 4.3 国寿：年金规模优势明显，保障型占比逐步改善
 - 4.4 新华：健康险转型效果明显，当前产品均衡拓展
- 5、投资建议：估值低位，把握负债端改善机会
- 6、风险提示

1.1保障型产品竞争有望边际缓解

■ 上市公司层面：代理人及保单继续率有明显下滑

✓ 上市公司层面表现一：13个月保单继续率显著下降

1)、16年以来上市险企保单继续率持续提升。但19H上市险企13个月保单继续率显著下降，25个月保单继续率仍然整体抬升；

2)、上市险企退保金、退保率、流量退保率仍整体呈下降态势；

➤ 结论：件均较小的保障型产品出现明显退保，且大多退保产品为购买一年左右的产品。

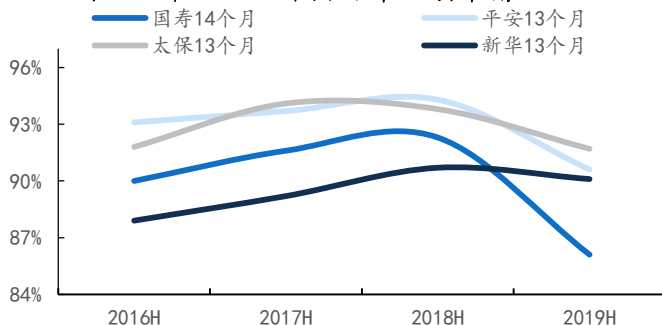
✓ 上市公司层面表现二：未明显费用投入主动增员的的公司代理人数量明显脱落。

1)、19Q3平安代理人124.5万人，较年初下降12.2%；19H太保代理人79.6万人，较年初下降6.0%。

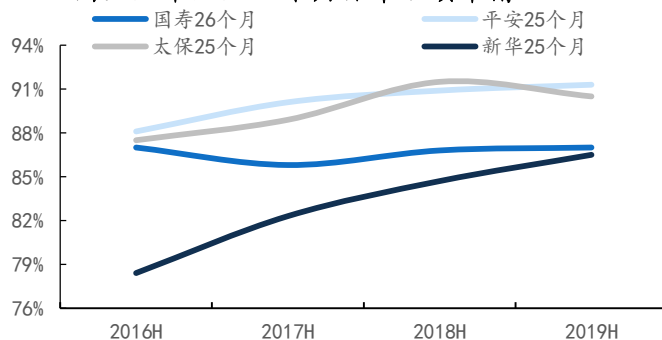
2)、通常险企2/3以上的代理人为一至两年以内的新人，难以销售出大单年金，需要依靠销售件均较低的保障型产品维持收入与留存。

➤ 结论：中小公司竞争明显影响上市险企新代理人的收入及留存。

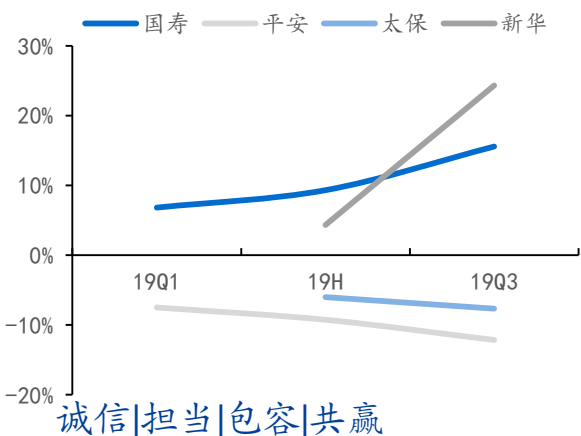
图：上市险企13个月保单继续率情况



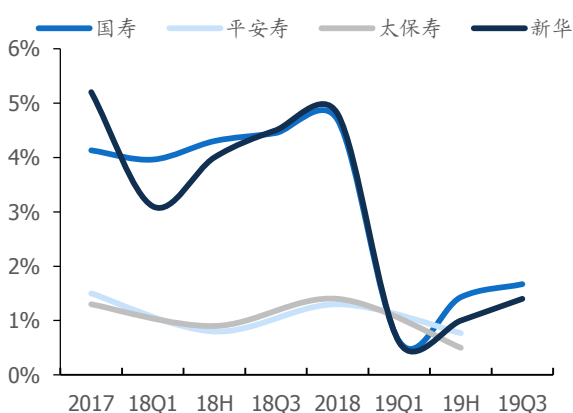
图：上市险企25个月保单继续率情况



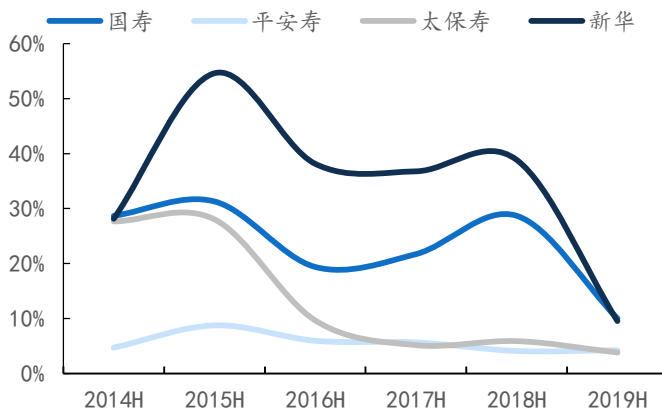
图：代理人数量较19年初累计变动情况



图：上市险企退保率整体下降



图：上市险企流量退保率情况



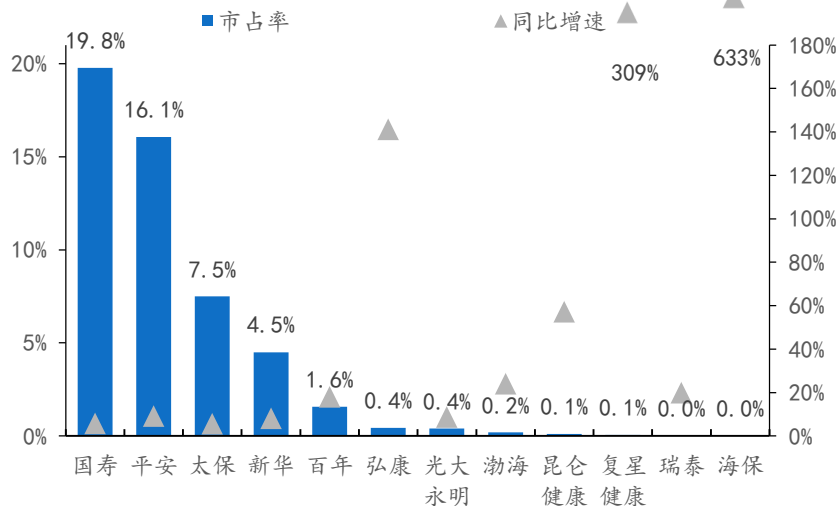
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.1保障型产品竞争有望边际缓解

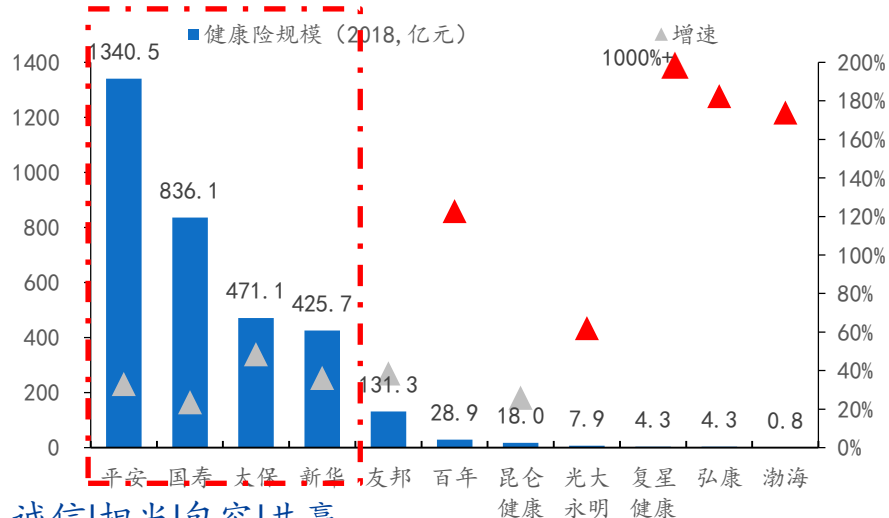
■ 中小公司层面：19年中小公司重疾竞争上显著加剧

- ✓ 中小公司层面表现：健康险保费增速显著增长。
- 主打高性价比产品的中小公司代表：百年、光大永明、复星联合、昆仑健康、弘康、渤海、海保等。
- 市占率较低但总保费增速明显：除百年以外其余公司总保费市占率基本都在0.5%以内，但基本都保持明显优于行业及上市公司的增速。
- 健康险占比低于上市险企：除了专业健康险公司以外，中小公司健康险占比都在10%以内，明显低于上市险企。
- 中小公司健康险增速显著优于上市险企：上市险企18年健康险保费增速整体实现30%以上增长，但大多数健康险保费增速在100%以上。
- 行业重疾险备案显著增加：18年重疾备案占比16.1%提升至19年的23%左右。

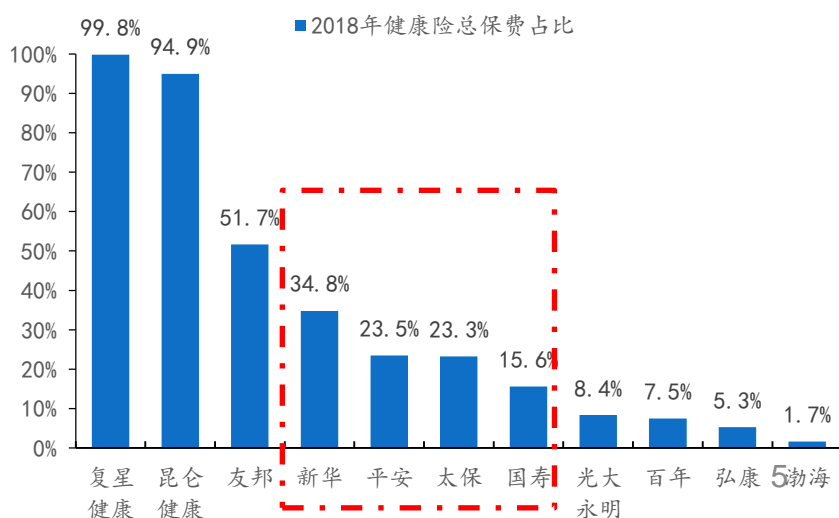
图：部分公司市占率及保费同比增速情况（19M10）



图：部分险企健康险保费规模及增速情况



图：部分险企健康险占总保费比重情况

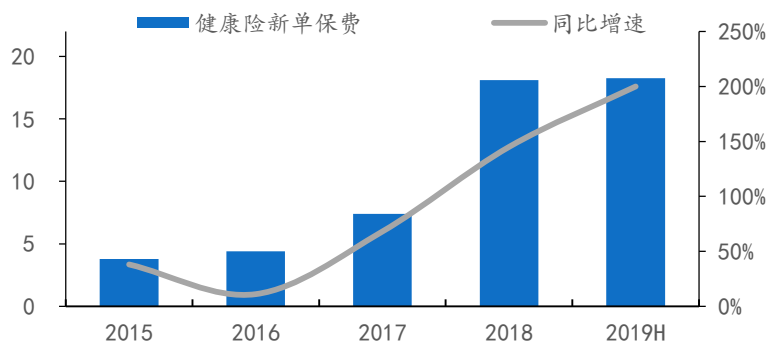


1.1保障型产品竞争有望边际缓解

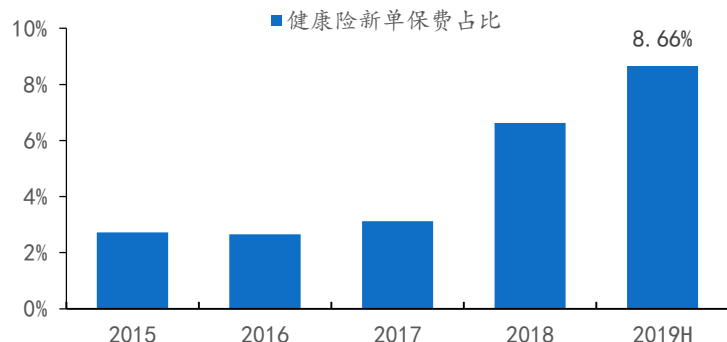
以百年人寿为例：19年中小公司重疾竞争上显著加剧

- 百年人寿测算预计占一二线城市6-7%重疾新客份额。
- ✓ 公司保费收入逐提升，已成为中等规模：16-18年原保费行业排名21位、19位、13位，市占率0.84%、1.08%、1.47%。
- ✓ 产品及渠道结构：年金持续为主体、以银保渠道为主。
- ✓ 公司17年下半年起持续发力重疾险产品：17年下半年随着康惠保的上线，先后上线了包括康惠保旗舰版、守卫者1号、康多保、康惠保2020等多款低价爆款重疾产品。
- ✓ 健康险新单爆发式增长，但占比仍然较低：18、19H公司健康险新单分别为18.1亿元、18.3亿元，同比增速145%、200%，但在公司总新单中占比仍然不到10%，其中基本以重疾为主。
- ✓ 单以百年为例，我们测算公司占一二线城市6-7%重疾新客份额：如果以全年30亿重疾新单测算，市占率为3%左右，考虑价格优势则覆盖客群可以达到4-5%，基本在一二线城市展业，则一二线城市重疾新客覆盖可达6-7%，对大公司份额影响显著。

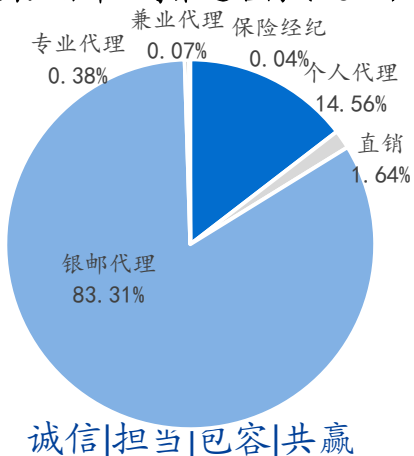
图：百年人寿健康险新单及同比增速情况（亿元）



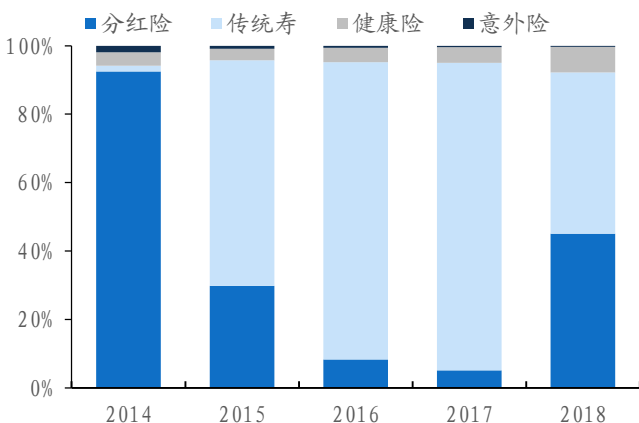
图：百年人寿健康险新单占比情况



图：百年人寿渠道结构（2017）



图：百年人寿产品结构情况



图：百年人寿主要重疾产品备案情况

产品名称	备案日期
百年康惠保重大疾病保险	2017/7/26
百年康倍保重大疾病保险	2018/4/3
百年康惠保（旗舰版）重大疾病保险	2018/6/30
百年慧惠保重大疾病保险（守卫者1号）	2018/9/29
百年康倍保（尊享版）终身重大疾病保险	2018/9/29
百年康多保（尊享版）终身重大疾病保险	2018/9/29
百年康惠保重大疾病保险	2019/2/15
百年康惠保（尊享版）重大疾病保险	2019/4/17
百年加惠保重大疾病保险	2019/4/17
百年康惠保（超越版）重大疾病保险	2019/6/28
百年超倍保重大疾病保险	2019/8/13

资料来源：公司公告，银保监会，国盛证券研究所

1.1保障型产品竞争有望边际缓解

■ 价格、偿付能力及资产匹配均不支持保险公司持续的低价重疾险销售

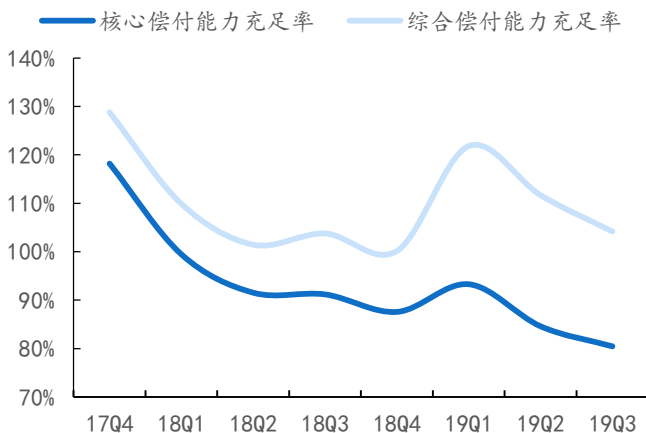
- 重疾险产品的价格底线在于再保公司是否接受分保；
- ✓ 对于相同保额、类似保障的产品，中小公司整体价格约为上市公司的70%左右，中大规模公司（阳光、华夏等）居于二者之间。19年以来已有再保险公司不接受重疾险分保。
- ✓ 当前中小公司产品体检已明显趋于严格。
- 中小公司部分低价重疾明显侵蚀保险公司的偿付能力；
- ✓ 中小公司低价产品定价假设过于激进，主要为疾病发生率假设较低。预计margin仍然为正数，价值率大约与上市险企长期期缴年金产品相近。
- ✓ 该类产品销售对利润仍然为正贡献，在偿付能力充足率计算中对分子实际资本贡献仍然为正值，但量化风险中保险风险计提明显更高，最低资本要求更高，对偿付能力整体为负向贡献。
- ✓ 尤其是纯消费型不带返还产品预计对保险公司偿付能力影响更为显著。
- 长期资产难以持续匹配；
- 预计产品定价中长期投资收益率假设同样较高，能否有持续满足收益要求的资产匹配存在很大不确定性。

■ 中小公司的路径选择：细分市场的低价格策略

- 中小公司基本依靠年金类产品支持保费增速与业务增长，其中基本以银保渠道趸交类产品为主，渠道费用率高，掌控能力弱。
- 保险回归保障、健康险需求及增速向上，而大型保险公司在重疾等细分险种已深耕多年，且渠道优势显著。
- 中小公司在重疾领域不得不通过第三方、互联网及自有代理人渠道，以价格优势扩大销售覆盖面。

诚信|担当|包容|共赢

图：百年人寿偿付能力充足率情况



图：上市险企主力重疾产品上市时间

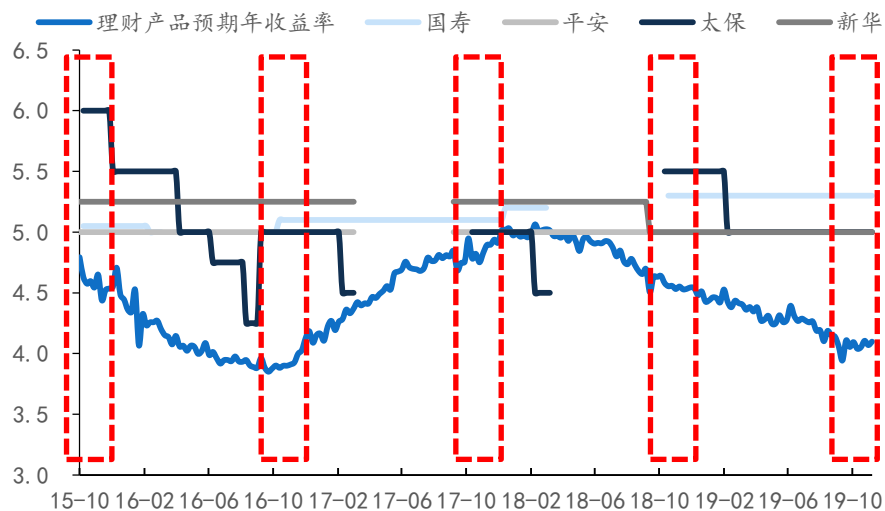
国寿	
康宁	国寿福
2012年以前	2016M8
平安	
平安福	
2013M10	
太保	
金佑人生	
2012M10	
新华	
健康无忧	多倍保
2015M8	2016M5

- 20年保障型产品的展望与契机：
 - 对中小公司而言：低价格重疾或为中短期策略而非长期策略。
 - ✓ 中小公司当前部分产品陆续下线：19年2月百年守卫者1号下架、19年9月光大永明达尔文超越者纯消费型下架；19年10月海保芯爱调整健康告知；19年12月渤海人寿嘉乐保下架；
 - ✓ 纯消费型重疾未来的风险更大、同时由于价格更便宜对上市公司同类产品影响也更大。
 - ✓ 采取措施应对长期风险：部分中小公司预计将采取产品下架、限制渠道或销售规模、相对增加保障同时提升价格（如康惠保旗舰版升级到康惠保2020）、推荐带返还产品、核保趋严、大数据风控模型等方式以逐步应对长期风险。
 - ✓ 关注重疾修订与偿二代二期：重疾修订可能会成为中小公司产品调整的另一契机；偿二代二期的实施将增加重疾恶化因子，将会成为中小公司的主动调整的动力。
 - ✓ 预计2020年保障型产品竞争格局将边际改善，中小公司低价格重疾或为中短期策略而非长期策略。
- 对上市险企而言：竞争边际缓解，代理人生存环境有所改善。
 - ✓ 保单继续率下降幅度有望趋缓；
 - ✓ 代理人尤其是年轻代理人保障型产品销售有望边际改善，对代理人留存、代理人数量均形成一定利好。
 - ✓ 长期看上市险企重疾类产品价格仍然有下降空间，但比照海外，成熟市场寿险公司margin同样不低。

■ 万能账户收益率优势凸显，开门红趋势向好

- 万能账户结算收益率较银行理财比优势逐步凸显。
- ✓ 年金类及开门红产品 消费者主要关注万能账户结算收益率而非实际IRR。
- ✓ 当前开门红产品的主要关注点：万能账户结算收益率高、产品期限短返还快、预定利率高、返还比例高。
- ✓ 以上市险企历年开门红产品万能账户结算利率与银行理财预期年收益率比，17年以来银行理财收益率逐步下行，万能账户结算利率优势凸显。
- 开门红产品策略略有分化，延续17年以来期限缩短趋势，开门红整体将明显优于19年同期。
- ✓ 主要差异点体现在：首发时点、万能账户结算收益率、产品形态（保险期、定价利率等）。

图：上市险企开门红产品万能账户结算收益率与银行理财比较



图：上市险企开门红产品简况

开门红产品	中国人寿		中国平安		中国太保		新华保险
	鑫享至尊庆典版	鑫福临门	新财富金瑞	新金瑞人生	至尊鑫享福	至尊鑫满意	惠添富
定价利率	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	2.50%	4.03%
产品类型	传统年金	传统年金	传统年金	传统年金	传统年金	分红年金	传统年金
投保范围	0-68岁	0-60岁	0-65岁	0-65岁	0-65岁	0-58岁	0-60岁
缴费期	3/5年	10年	3/5年	3/5/10年	3/5年	3/5/10年	3/5年
保险期	10年	15年	10年	15年	10年	60至终身	15年/20年
万能账户结算利率	5.3%	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
产品卖点	134号文下市场首款顶格超快返还产品，万能账户结算利率高	返还高的长缴年金产品，万能账户结算利率高	类鑫享至尊	升级19年产品，特别生存金顶格返还、现价更高、责任优化	类鑫享至尊	对老产品在多种关爱、附加养老金选择权两方面进行升级	高预定利率产品

诚信|担当|包容|共赢

注：开门红产品万能账户每年可能有所差别，并非同一万能账户结算利率。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2年金类产品维持行业景气度向上

■ 银保渠道复苏，年金险景气度将继续回暖

➤ 行业趋势的新变化：19年银保渠道增速超越个险渠道。

✓ 19年前8月个险渠道保费增速11%，银保渠道保费增速17%，专业代理及经纪增速虽然达到40%但是整体占比仍仅为2%。

✓ 资管新规下银行理财净值化管理。

✓ 银保渠道代理费率可以达到5-8%，远远高于个险及经纪代理渠道的佣金率。

➤ 上市险企趋势的新变化：在银保渠道进行明显布局。

✓ 中国人寿：银保新政后首战，渠道重塑、专注期缴。银保渠道19H margin达到21.5%，NBV贡献达到11.7%，已经成为公司重要的价值来源。

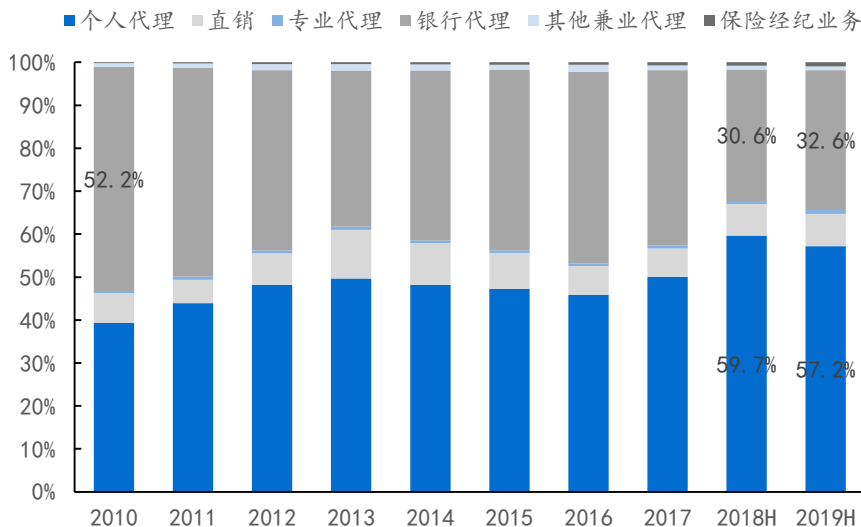
✓ 中国平安：做大做强三个渠道中明确包括银保渠道，深耕平安银行、重点银行及中小银行等渠道，不断提升银保渠道占整体业务的比率。

✓ 中国太保：12月9日太保与邮储签署战略合作，将在保险代理等领域加强合作。

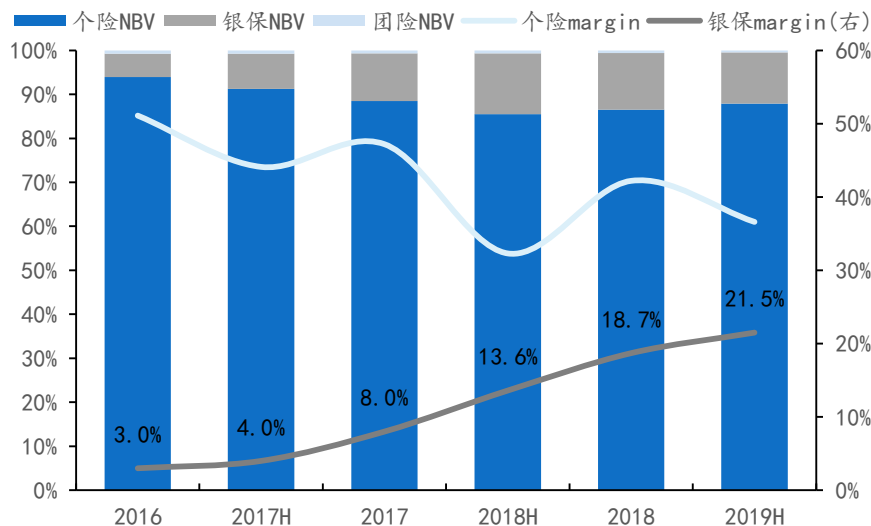
✓ 新华保险：银代渠道定位为重要渠道，加强期趸联动及深度合作。

➤ 结论：年金产品竞争充分性相较重疾产品明显不足，投保人比价能力较弱，在保障型产品竞争激烈、年金产品吸引力提升的背景下，各公司预计在20年加强年金产品销售将助推行业景气度提升。

图：19年行业保费渠道结构中银保占比明显提升



图：国寿银保渠道价值率提升、NBV贡献稳定



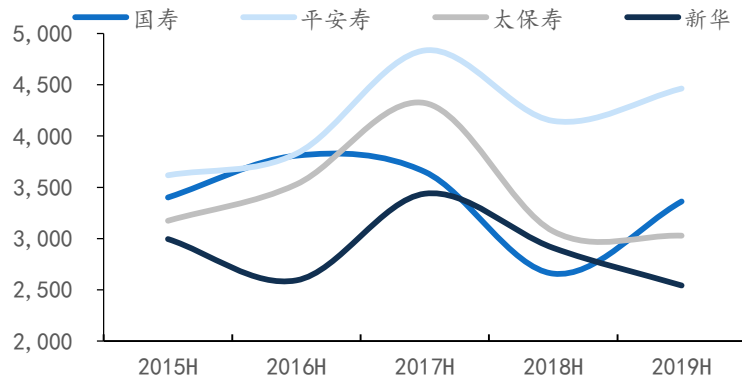
诚信|担当|包容|共赢

注：开门红产品万能账户每年可能有所差别，并非同一万能账户结算利率。

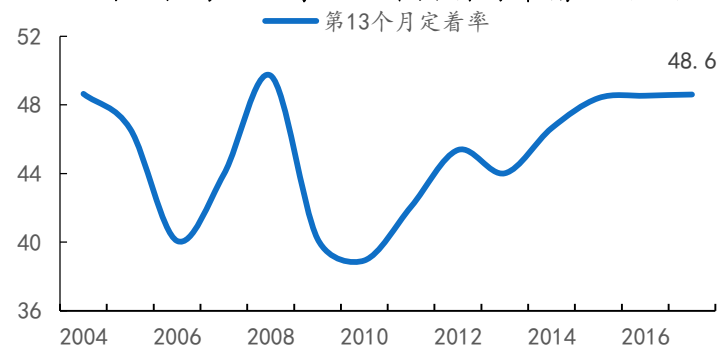
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

- 19年代理人数量分化主要为公司战略和费用投入影响。
- ✓ 新华保险：人力为先，加大新人费用，以有责底薪分层。
- ✓ 中国人寿：扩量提质，传统营销队伍与收展队伍双轮驱动。
- ✓ 中国太保：量稳质升，维持队伍规模同时更加注重质量提升。
- ✓ 中国平安：转向质量增长，坚持AI+综合金融+优才计划。
- ✓ 19Q3平安、太保代理人分别较年初下降12.2%、6.0%，而国寿、新华代理人分别较年初增长15.6%、24.3%。
- ✓ 从人均NBV角度看，19H平安、国寿、太保、新华人均NBV测算值分别为4463元、3362元、3028元、2543元，同比+7.6%、+26.5%、-1.4%、-12.6%。
- 台湾地区代理人发展可以为大陆地区提供长期借鉴参考
- ✓ 13个月留存率较高：台湾地区代理人行业留存率2010年以来持续呈现不断提升的状态，13个月留存率已经接近50%；
- ✓ 行业准入门槛不断提升：2017年专属代理人中大学及以上学历占比42.5%，独立代理人中接近60%。
- 从行业总代理人数量及国际比较看，往上的空间已经相对有限。但对单个公司而言，有新单的增长即总佣金的提升以及规模增长的诉求，仍然有队伍扩张的空间。
- 对2020年人力展望：对增员较多公司而言，培训、留存及出单将会是关键；对今年人力持续脱落的公司，20年随着保障型产品竞争边际缓解、年金产品吸引力提升，人力有望相对企稳。

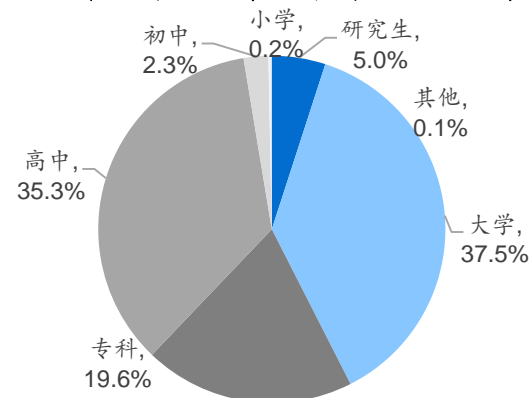
图：上市险企个险人均月度NBV情况



图：台湾地区寿险13个月留存率情况 (%)



图：17年台湾地区寿险专属代理人教育程度



1.4 上市险企陆续推动转型发展，期待转型效果

✓ 中国人寿：“鼎新工程”重振国寿

➤ 国寿18年新管理层上任以来，19年中在“重振国寿”战略目标引领下启动旨在构建经营型战斗型组织体系的“鼎新工程”，计划用2-3年的时间，目标“强总部、精省域、优地市、活基层；强化前台，优化中台，精简后台”。

✓ 中国平安：“2355”改革工程计划推动高质量发展

➤ 平安同样于9月份宣布通过实施“2355”改革工程计划，构建五大职能中心和五大销售区，强化科技赋能和价值经营，确保公司战略稳步推进及业务增长。

➤ 寿险方面作为公司的主体和估值的核心，在18年下半年开始在包括部门架构、产品体系等方面进行改革，预计仍需一定时间以验证效果，以实现经营管理智慧化、流程运营数据化、渠道建设精细化、客户服务个性化。

➤ 代理人方面，划分五大销售区希望能够更有效实现精细化管理，强化销售支持，落实区域竞争机制

✓ 中国人保：“3411工程”优化商业模式提升价值创造

➤ 推动3家保险公司转型；推进实施4大战略（创新驱动发展战略、数字化战略、一体化战略、国际化战略）；打好1场中心城市攻坚战；守住1条不发生系统性风险的底线。

➤ 构建“风险管理+财富管理”并重、“保险+科技+服务”三位一体的新商业模式。

图：中国人寿组织架构的调整情况

大个险中心：由原个险部拓展到包括营销、收展、企划、运营、教育培训、综合金融在内的6个部门。

多元发展中心：明确发挥多元板块的协同作用，包括团、银、基金销售等部门。

投资管理中心：设立六大团队，实行团队制，招募、管理、考核等推进市场化机制。

前台构成

科技板块：增加科技供应能力，建立研发分中心，实行产品制，探索推进科技运用创新，科技强化孵化能力建设。

运营板块：优化现有部门职能，积极构建客户服务为中心的模式。

产品板块：着重市场调研、产品经营、提升开发敏捷性。

中台构成

图：中国平安“2355”改革工程

“两步走”实现全面数据化经营

建立全面数据化雏形，实现经营、销售、服务等流程智能化。

通过数据驱动经营，提升公司经营效率和客户服务水平。

做大做强“三个渠道”

持续发力个险、银保及“线上+区拓”三大渠道。

构建“五大职能中心”

渠道管理、运营、产品、共同资源、投资管理五大职能中心，采用中心大部制，构建端到端销售支持、数据运营、客户服务体系及作业流程，驱动前中后台高效运转。

构建“五大销售区域”

重构东区、西区、南区、北区、中区五大销售区域，强化销售支持，落实区域竞争机制。

✓ 中国太保：全面推进转型2.0

- 继续全面推动转型2.0，坚定行“三个聚焦”，聚焦价值、聚焦队伍、聚焦赋能，同时加快打造三大新动能：推动营销队伍结构升级、以客户生态圈建设促进服务增值、强化全流程科技赋能，加快全面高质量发展。
- 对未来队伍打造提出明确目标。
- 打造“保险+健康+养老”生态圈。

✓ 新华保险：资产负债双轮驱动，实现二次腾飞

- “1+2+1”战略：以寿险为主体，财富管理、健康服务为两翼，以科技赋能为驱动。
- 渠道结构多元发展：仍然定位以代理人为核心渠道，银保为重要渠道，加强期趸联动及深度合作；同时团险及创新渠道积极获客、提升效益。
- 资产负债双轮驱动，规模价值全面发展：在队伍增员基础上，负债抓住市场需求扩大资产端规模，同时寻找优质资产、提升投资效益支撑负债业务发展。
- 布局康养产业，深挖协同发展。
- ✓ 在当前价值增速持续有压力、行业人力空间相对有限的背景下，各家险企也在管理层新上的契机推动公司转型发展，主要聚焦组织架构改革、队伍建设、渠道拓展、产品推动、科技赋能以及生态圈建设等方面，转型效果有待检验，而人力也将由长期的数量驱动转向质量驱动。

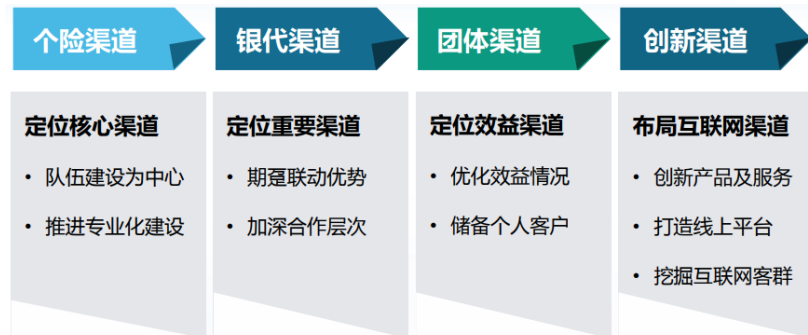
图：中国太保打造“保险+健康+养老”生态圈



图：新华保险“1+2+1”战略



图：新华保险渠道结构策略



2 投资端：长端利率影响仍需要关注

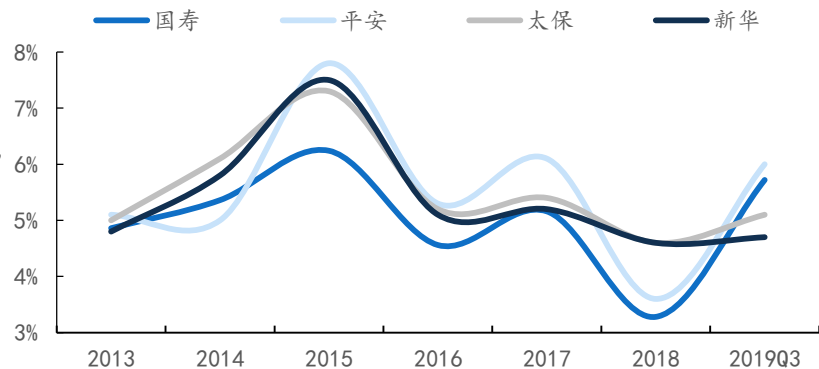
■ 20年权益市场及长端利率的不确定性将有所增加

- 19年受益于权益市场行情上市险企投资收益率显著提升。
- ✓ 截至12月17日，上证综指、深证成指分别上涨21.19%、42.35%。
- ✓ 上市险企总投资收益率较18年整体明显提升，有助利润及EV明显增长。
- 净投资收益率整体较18年同期提升，但长期仍有压力。
- 长期看市场并不认可保险公司能持续达到5%的投资收益率假设，从客观条件看确实也存在比较大的难度。
- 长端利率对保险股的影响仍不可忽视。
- ✓ 19年下半年长端利率持续下行接近打破3.0%，而后M10又升至3.3%，此段时间保险股与长端利率走势有所脱钩，但大多数时候保险股走势仍然与长端利率保持一致。
- ✓ 投资者仍然对长端利率下降对保险公司的负面影响有持续的担忧。
- 19准则将持续影响保险公司的投资偏好
- ✓ 2021年起保险公司均需要采取IFRS9准则，将提前准备布局高分红、低估值的股票，并集中持股。
- ✓ 2019年以来上市险企多种方式进行举牌。
- 20年投资端的不确定性将有所提升，一是权益市场可能存在不确定性，二是长端利率在明年尤其是下半年仍有下降的压力，利率情况需要重点进行关注。

图：19年部分时间国债收益率与保险股走势趋同



图：19年上市险企总投资收益率明显提升



图：19年上市险企举牌情况统计

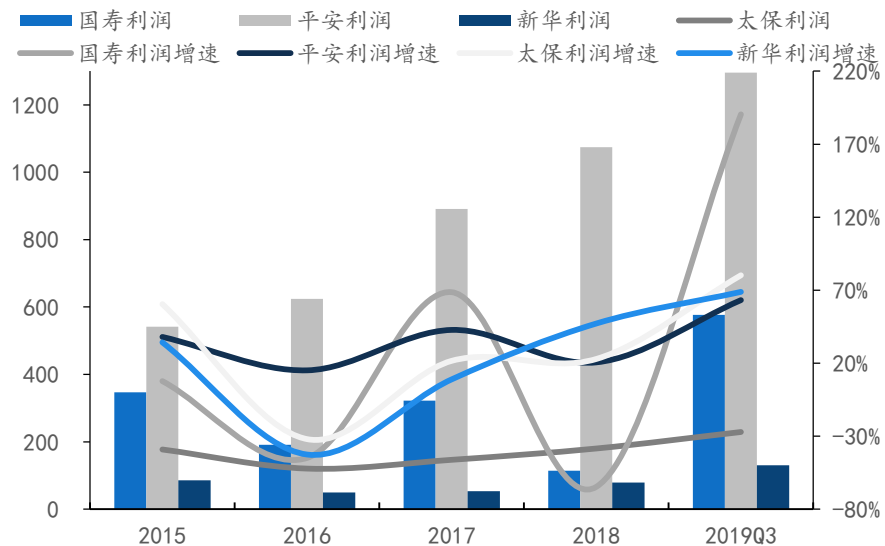
公司	举牌时间	被举牌公司	代码	增持后持股比例	方式
中国太保	2019/12/2	上海临港	600848.SH	5.33%	定向增发
中国人寿	2019/10/18	万达信息	300168.SZ	15.03%	二级市场买入
中国人寿	2019/8/6	万达信息	300168.SZ	10.01%	二级市场买入
中国人寿	2019/8/1	中国太保	2601.HK	5.08%	二级市场买入
中国人寿	2019/7/25	中广核电力	1816.HK	5.02%	二级市场买入
平安人寿	2019/7/26	中国金茂	00817.HK	15.22%	协议转让
中国人寿	2019/4/26	申万宏源	6806.HK	6.91%	通过基石协议参与H股IPO
平安人寿	2019/2/11	华夏幸福	600340.SH	25.25%	协议转让

资料来源：公司公告，保险资管协会，wind，国盛证券研究所

3 2020年行业利润不确定性提升

- 19年税收政策及投资收益增长，行业利润显著增长。
- ✓ 截至19Q3上市险企国寿、平安、太保、新华利润增速分别为190.4%、63.2%、80.2%、68.8%，均为近年来最高增速水平。
- ✓ 减税政策影响：手续费及佣金不超过公司保费收入扣除退保以后余额的18%予以税前列支，原规定下寿险及产险分别为15%及10%。
- 2020年准备金折现率下行及投资端压力使得行业利润不确定性提升。
- ✓ 2020年投资端的不确定性提升，上市险企投资收益率高于19年存在一定难度。
- ✓ 准备金折现率开始向下：按照当前的10年期国债收益率，准备金折现率曲线将在12月末至1月初开始向下，保险公司需要增提准备金，对当期利润产生直接负面影响。
- ✓ 剩余边际摊销角度看：近两年行业NBV整体增速放缓，对剩余边际的增长以及新保单的摊销产生一定影响，同样会对利润贡献减弱。

图：19年上市险企净利润显著增长（亿元）



图：准备金折现率将反转向下（%）



4、如何看待上市险企产品策略变化和趋势？

- 我们在前期报告中已经梳理了上市险企当前产品的布局情况。
- 今年以来保险公司在产品迭代升级方面明显加速，竞争也更加激烈。
- 本节主要在我们前期产品研究的基础上，梳理各家公司保障型产品及年金产品近年来的策略变化及趋势，更深刻理解保险公司近年来的产品推进情况，以对公司综合指标的未来判断更具前瞻性。

4.1 平安：价值导向，优化多元保障产品体系

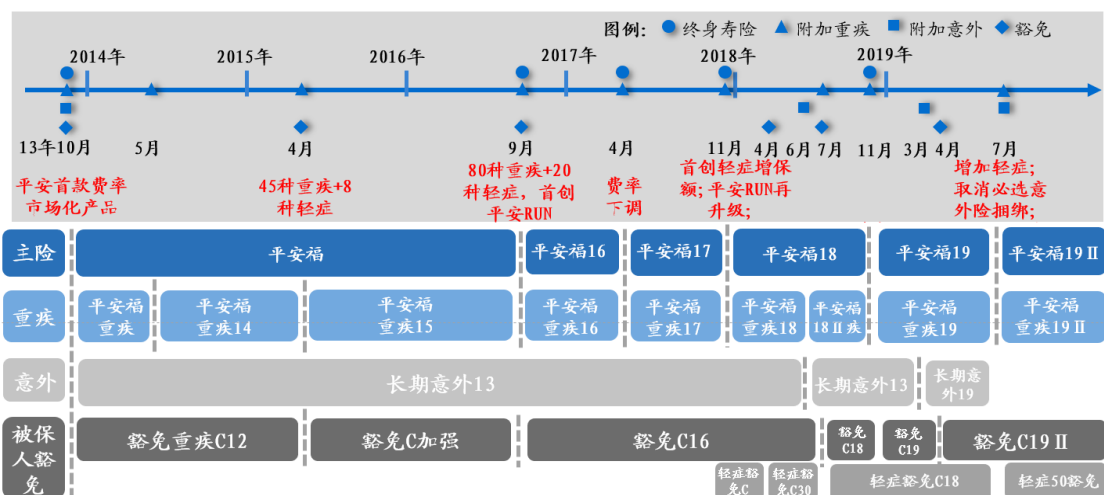
中国平安保障型产品与开门红年金产品的主推情况

	2014	2015	2016	2017		2018		2019			
大小平安福	2013M10: 平安福上线, 公司首款费率市场化产品		2016M9: 升级平安福16, 80+20, 首创平安RUN	2017M4: 升级平安福17, 费率下调	2017M11: 升级平安福18, 首创轻症增加保额、平安RUN再升级	2019Q1: 升级平安福19		2019M7: 升级1911, 增加轻症、取消必选意外捆绑, margin、佣金稳定			
大小福星									2019M7: 大小福星上线, 入门款重疾, 低起保客群范围广		
福保保									2019M4: 福保保附加, 福类附加, 少缴5期; 提升产品竞争力, 形态避免同质化。		
双分						2018M6\M10: 爱满分、福满分陆续上线		2019M9: 升级爱满分1911、福满分2019			
安心百分百	2015M7: 上线互联网产品百万任我行		2017M3: 升级百万任我行2017, 部分责任提升, 减少返还, 降低价格。			2018M4: 百万任我行2018, 45岁以前新增责任, 费率稳定。		2019M5: 推出安心百分百, 保障显著提升, 价格提升, 电网销转线下渠道。			
年份	产品名	首发(前一年)	预定利率	产品类型	万能账户	投保范围	缴费期	保险期	产品卖点	公司经营思路	
2020	新金瑞人生	11月8日	3.50%	年金险	新聚财宝终寿	0-65岁	3/5/10年	15年	升级19年产品, 特别生存金顶格返还、现价更高、责任优化 顶格10年期返还产品	万能账户升级为终寿更安全灵活	
	新财富金瑞	12月12日				0-65岁	3/5年	10年			
2019	金玺人生(成人/少儿)	10月1日	2.50%	分红年金	聚财宝(2017II)年金	0-65岁	3/5/10年交	终身	延续玺越高返特色, 聚焦养老/教育责任	进行客群方面的调研与补充, 满足不同客群对年金险的需求。	
	金瑞人生		3.50%	年金险				15年			定位高端客户储蓄产品
	财富金瑞	12月12日	3.50%	年金险				3/5年	15年		双十二秒杀产品
	丰盈年年		3.50%	年金险				生财宝	0-55岁		10年
2018	玺越人生(少儿/成人)	10月1日			聚财宝(2017II)年金				对老产品的返还等进行符合134号文监管的改造。		
2017	赢越人生	10月10日				0-65岁			返还时点逐步提前、返还额度逐步提升		
2016	尊宏人生	10月15日	2.50%	分红年金	聚财宝两全(2015)		3/5/10年交	终身		首年末返30%保费、此后每年返还20%保额	
2015	尊御人生	10月1日				0-57岁				缴费期满按(缴费期×2%)返还首期保费; 第3年起60岁前每年给付保额20%、60岁以后为18%等	
										第3年起60岁前每年给付保额15%、60岁以后为18%等	

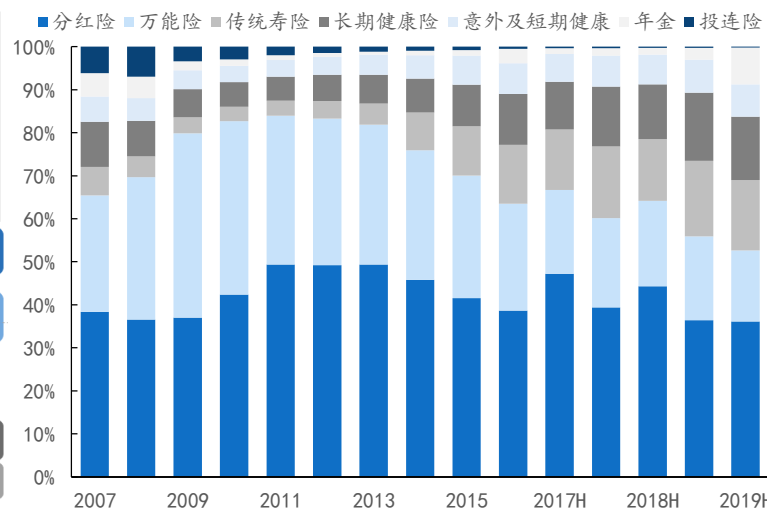
4.1 平安：价值导向，优化多元保障产品体系

- ✓ 保障型产品由平安福为核心转为多层次的产品驱动
- 平安是当前产品结构转型最为典型的公司。
- 2013年10月平安福作为公司首款费率市场化下的产品，上线后逐步成为公司的主力产品，几年来持续进行更新迭代，年新单保费数百亿，同时同业也陆续跟进推出同类产品。
- 18年底开始公司明确以人力导向转向产品导向，进行更具客户针对性的产品探索。18年下半年陆续推出爱满分、福满分进行更高端客群的探索。
- 公司代理人新人中2/3为35岁及以下群体，考虑到缘故客户以及年轻客户对保险接受度提升，19年中再进行中端和基础端客群的探索，推出福保保、安心百分百、大小福星，扩大客群覆盖程度。
- ✓ 年金产品更迭稳健，定价及缴费期仍然突出价值。
- 平安开门红产品整体看历年来变动相对较小，主要在适应市场及监管要求的返还方面进行调整
- 主打仍以单一产品为主，19年开门红才进行多产品同时推进的策略；同时在年金方面先进行了客户分层。
- 产品形态与行业大体一致，基本无定价利率4.025%的产品，短缴类产品也注重控量，注重推动长缴年金产品。

图：平安福上市以来产品迭代情况



图：中国平安总保费险种结构



4.2 太保：保障主打单产品，负债久期更长

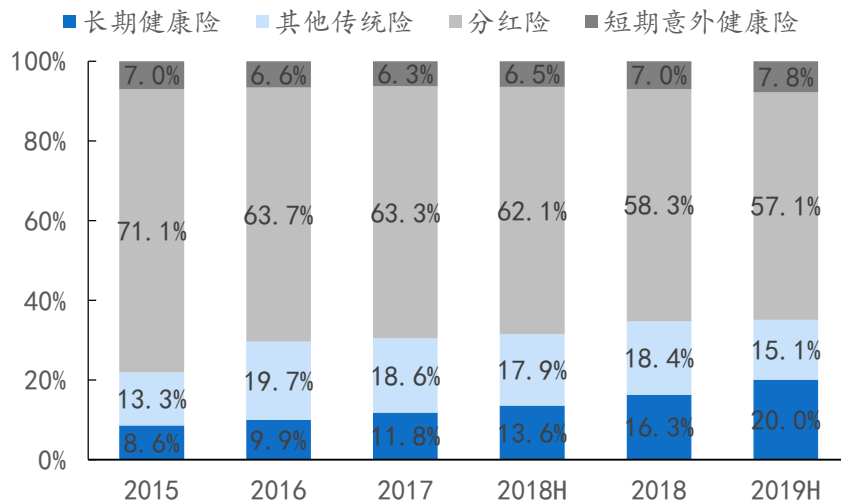
中国太保保障型产品与开门红年金产品的主推情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019				
金福人生						2019M7：金福上线，105+55，全生命周期特定双倍赔付				
金诺人生					2018M7：金诺人生上市，100+50×3 2019M3金诺优享上线，但6月金诺系列产品均官方停售					
金佑人生	2013年底：2012M10金佑上线，13年底更新金佑2014版，升级60+12（原13版为42+10），保额分红功能优势明显			2017：更新金佑2017，80+20，保额分红延续，2018M6因监管原因下线						
长相伴					2018M10：长相伴A上线，定价利率3.5%保额固定递增的传统寿险，国内首款确定增额终身寿险，有效保额每年3%滚动递增					
少儿超能宝			2015M5：少儿超能保上线	2017M3：升级2.0版	2018M5：少儿超能宝3.0上线					
爱无忧/心无忧			2015M8：上线爱无忧	2016年底：升级2.0版		2019Q1：升级3.0版，同时于M4推出心无忧				
安行宝			2015Q4：安行宝上市	2016M7：升级安行宝2.0		2018M11：安行宝3.0上线，提升保障、增加期限等				
年份	产品名	首发(前一年)	预定利率	产品类型	万能账户	投保范围	缴费期	保险期	产品卖点	公司经营思路
2020	至尊鑫享福	12月1日	3.50%	传统年金		0-65岁	3/5年	10年	行业顶格返还产品	助力新保规模，应对同业竞争
	至尊鑫满意	11月底	2.50%	分红年金	传世赢家终身寿	0-58岁	3/5/10年	60至终身	对老产品在多种关爱、附加养老金选择权两方面进行升级	
2019	鑫享福(非开门红)	2019M8	3.50%	传统年金	保底利率2.0%	0-64/65岁	3/5年	15年	急速保值、超额返还，第5、6年末返还55%/100%已交保费	太保首款“15年定期年金+终寿万能账户”保险，15、16年利赢年年到期客户值得关注。
	鑫满意	12月			传世管家终身寿	0-58岁	3/5/10年	60至终身	提升前期给付，万能快速累积，保费确定返还，对接养老社区	公司首款三年固定返还100%、5年固定返还200%的产品
	利享年年	1月21日			保底利率2.5%	0-70岁	3/5/10年		现金价值提升、年轻群体受益更高，10-20年可返还所交保费。	
2018	聚宝盆年金保险	11月初	2.50%	分红年金	财富赢家年金(2018版)	0-53岁	夏/3/5/10年	终身	对部分时点返还进行提升	134号文下合规产品，设计长期领取优势明显
	老来福分红年金(非开门红)	1月8日			会享福养老金	0-65岁	夏/3/5/10/15/20年			
2017	东方红·满堂红	11月8日			财富赢家	18-60岁			首年即返，60/65/70一次性返还所交保费	
	东方红·状元红		0-17岁	3/5/10年		首年即返，60岁祝寿金一次性返还所交保费				
2016	幸福相伴尊享型		4.03%	传统两全		0-57岁		80岁	公司25周年首款4.025%预定利率产品	顶格预定利率产品

4.2 太保：保障主打单产品，负债久期更长

- ✓ 保障型产品方面公司主打单一金系列产品：金佑-金诺-金福
- 太保一直以来以金系列为主打保障产品核心，但17年以来年度更迭，同时老产品基本同时下架。
- 2012年底金佑人生上线，并在13年底进行更新，保额分红功能优势明显具备市场吸引力，但在18年6月因监管自查，分红演示不合规而整体下线；
- 18年7月金诺人生上线，但产品形态相对简单，在市场竞争加剧的背景下主打产品市场优势并不明显，公司代理人及价值有所承压。
- 19年6月金诺整体下线，金福人生上线，
 - 1) 产品上分为少儿和成人，更为聚焦客群；
 - 2) 产品特色更为鲜明，少儿、成人及老年均有特定双倍赔付；
 - 3) 对高龄客户费率更友好，拓展客群；
 - 4) 同业以附促主效果良好，而金诺为单主险形式（非同业终身寿+重疾附加+可选附加），限制产品延展性。
- 除了金系列以外，少儿重疾少儿超能宝，中高端有长相伴，基础端还有单一病种的爱无忧、心无忧以及获客型安行宝，基本在18年底完善了整体保障型产品体系。
- ✓ 年金定价稳健，偏好终身分红年金拉长负债久期。
- 一方面因为公司保障型产品占比相对较高，另一方面在年金类产品方面包括开门红产品一直都在推进保险期至终身的养老年金，整体负债久期居上市同业之首。
- 仅在16年开门红销售4.025%产品，整体价值率较同业保持一定优势，但是资产负债久期缺口大于同业，长期面对低利率风险挑战更大。

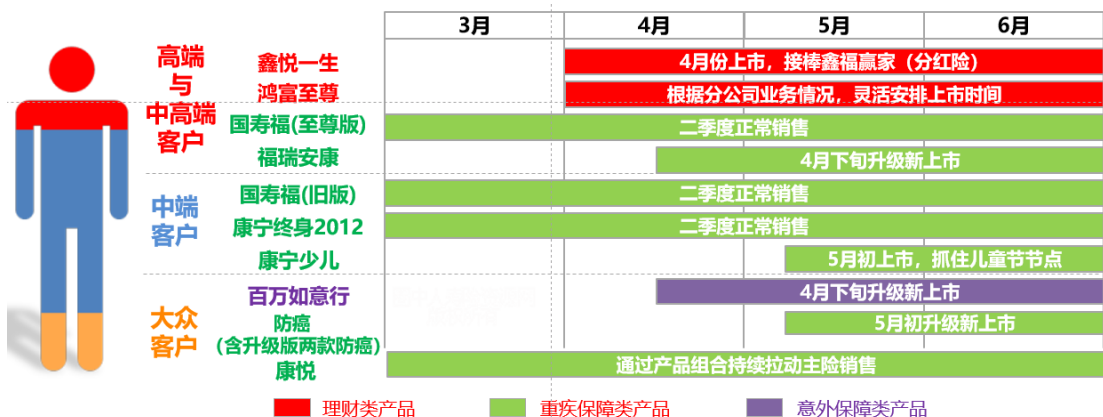
图：中国太保总保费险种结构



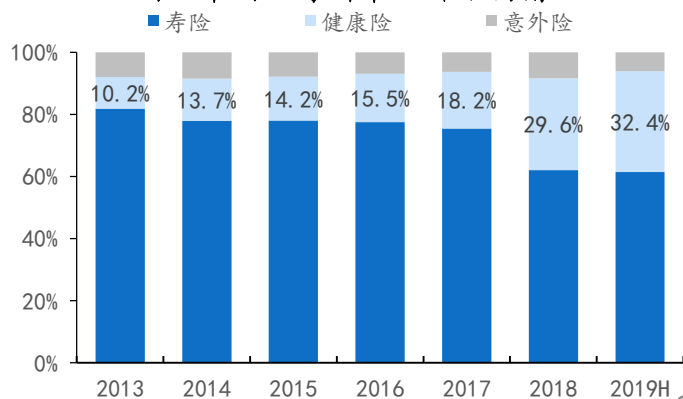
4.3 国寿：年金规模优势明显，保障型占比逐步改善

- ✓ **渠道结构有额外影响：**银保渠道一直以来也是公司的重要渠道之一，14年以来公司加速银保向大个险渠道转型，18年显著压缩银保趸交产品规模，19年银保已基本无趸交产品。
- ✓ **16-17年在行业监管加强背景下公司加快保障型产品的发展与转型：**
 - 17年开门红方面，主销年金产品鑫福赢家年金占比较16年开门红主打产品鑫福年年占比明显下降，同时保障型产品包括国寿福（祥瑞终身）、如意随行、瑞鑫两全等占比明显提升。
 - 17年开始公司逐步实现产品的分层多元发展，实现高、中、低的分层经营。17年公司新单中健康险新单占比提升至18.2%，18年随着银保趸交压缩以及健康险增长，占比提至29.6%。
 - 当前看公司保障型产品占比仍然相对低于同业，但呈现逐步改善趋势。
- ✓ **公司对开门红重视程度仍然较高，通过较大规模的短缴年金推动规模保费增长：**
 - 16年及以前，公司在开门红策略上坚持Q1储蓄类产品、Q2开始转为“储蓄+保障”共同推动的策略；
 - 17年以后开门红Q1也逐步加入保障型产品销售，尤其在19年开始规模期交类采取单一产品策略，长期期缴采取分层分类分级的差异化策略，提供完整产品链，支持多元化销售。
 - 18年行业整体开门红受到影响的背景下，公司3、4月通过推动盛世臻享产品以达到规模保费目标。
 - 20年开门红公司也率先在市场推出了10年期年金产品，并维持万能险账户较高的结算利率，市场认可程度较高，同时同业也采取跟随的策略。

图：2017年起中国人寿已经实行了产品客群分层



图：中国人寿新单险种结构情况



4.3 国寿：年金规模优势明显，保障型占比逐步改善

■ 中国人寿历年主推开门红产品情况

年份	产品名	首发(前一年)	预定利率	产品类型	万能账户	投保范围	缴费期	保险期	产品卖点	公司经营思路
2020	国寿鑫享至尊年金庆典版	10月16日	3.50%	年金险	鑫尊宝终身寿(庆典版)	0-68周岁	3/5年	10年	10年满期	134号文下顶格超快返还
	鑫福临门	11月	3.50%	年金险		0-60周岁	10年	15年	返还高的长缴年金产品	
2019	鑫享金生A	11月8号	4.03%	年金险		0-65周岁	3/5年	15年	保险期缩减至15年	多元产品策略，规模期交主打单一产品，长期期交围绕“储蓄+保障”多元化产品
	鑫享金生B		4.03%				10年			
2018	鑫享鸿福 非开门红	2018M7	-	年金险	鑫尊宝终身寿(A款)/鑫尊宝年金险(B款)	0-70周岁	3/5/10年	15年	首款实现15年返还所交保费的产品，最高每年返还年交保费25%	三季度主销的合规年金产品
	盛世臻品年金(分红型) 非开门红	2018M3	2.50%	分红年金		0-65周岁	3/5年	终身	现价价值高、匹配养老等权益	现金价值高，弥补新单缺口
	盛世尊享年金保险(分红型)	11月初	2.50%			0-70周岁	3/5年	20年	20年保险期产品，最快20年返还	推出定期年金，丰富产品种类。以三生冲规模，以三生兼顾价值与十年期规模
	盛世臻享年金保险(分红型)		2.50%	0-65周岁		10年	20年			
	盛世御享年金保险		3.50%	年金险		0-70周岁	3/5年	20年		
	鑫彩一生		2.50%	分红年金		0-80周岁	10年	至80岁	最早60岁返本	
	鑫禧一生		3.50%	年金险			10年	终身	80岁返本	
	鑫耀一生		2.50%	分红年金		10年	终身	终身领取		
2017	鸿福至尊年金(分红型) 非开门红	2017M5	2.50%	分红年金	鑫账户年金(惠享版、卓越版)	0-65周岁	3/5/10年	20年	首款实现全年龄周期20年返还保费的产品、首款实现以保费体现年金返还的产品	接力开门红产品，特定时期内拉动规模迅速上量，解决年度期交增量的问题。
	鑫悦一生(分红) 非开门红	2017M4	2.50%	分红年金	鑫账户年金(铂金版、钻石版)	0-70周岁	3/5/10年	终身	100%保额返还至终身，最早55岁返本	持续拉动规模上量，确保二季度十年期不负增长。
	鑫福赢家年金保险(分红型)	11月1日	2.50%	分红年金		0-65周岁	3/5/10年	终身	投保后犹豫期以后返还20%保费、10年返本	首次返还力度持续提升、返本时点显著提前
	鑫福赢家年金保险		3.50%	年金险		0-70周岁	3/5/10年	至88岁		
2016	鑫福年年年金保险	11月16日	4.03%	年金险	鑫账户两全(钻石版)	0-65周岁	3/5/10年	至80岁	投保后犹豫期以后返还12%保费、最早55岁返本	逐步升级万能账户(钻石版放宽年龄、降低费用、提升保障)
2015	鑫如意年金保险(白金版)	11月21日	4.03%	年金险	金账户两全	0-70周岁	3/5/10年	至88岁	投保后犹豫期以后返还10%保费(分红版略低，为110%保额)、80岁返本、投保宽泛	费改下首款顶格预定利率年金，首次采用开门红双产品策略，丰富渠道及客户选择
	鑫如意年金保险(铂金版)		2.50%	分红年金			3/5/10年			
2014	金如意	12月	2.50%	分红年金	金账户年金(豪华版)	0-65周岁	3/5/10年		投保后每年领取保额、80岁返本	
	福禄鑫尊	12月	2.50%	分红两全	金账户年金(豪华版)	0-60周岁	3/5/10年	终身	投保后每年返还、约定日返还累计保费	
	鑫丰新(A款银保)					18-70岁	趸交	5年	银保高现价产品，1年后现金价值为103.5%	

4.3 国寿：年金规模优势明显，保障型占比逐步改善

■ 中国人寿及新华保险保障型产品

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
中国人寿	康宁重疾	康宁终身重疾2012、康宁定期重疾2013（40重症+10轻症）		2016M7：康宁终身寿（万能）上线，含50种重疾	2017M5：上线康宁少儿 康宁定期优享 2017版：50种重疾+7种特定男女性/少儿高发癌症+10种轻症	2018M2康宁至尊版2018：80种重疾（分2组赔3次）+30种轻症 2019Q2：康宁2019（100+50保障提升，21种特定重疾50%额外保额，满期110%返还，件均明显提升至9000元）	
	国寿福			2016M8：国寿祥瑞：首款预定利率3.5%终身型重疾组合计划，50+10含终身、定期和少儿版	2017Q1：老产品在售同时上线国寿福至尊版，产品以国寿福命名，分成人、少儿版，保障升级，80+30	2018Q2：国寿福升级优享版，病种增加100+30，轻症赔付增加 2018M12：国寿福臻享版（缴费期减1年），轻症给付增为3次，费率小幅提升。	
	福瑞安康	瑞鑫两全+重疾，年金责任含生存、祝寿、满期等，疾病含50重症+10轻症			2017M4：升级为福瑞安康年金（分红型）+重疾附加，疾病升级至80重症+30轻症，部分年金责任下调、保障提升、价格下降。	2018Q3：更新尊享版	
	盛世传家					2017Q4：上线盛世传家终身寿险，50万保额起，保额额度每年3%递增	
	防癌险	2014：推出国寿首款防癌险			2017M5：防癌两全险（优享版）上市，2018M6在19号文下停售。	2018：升级上线康爱恶性肿瘤疾病险，约定恶性肿瘤3倍赔付	
	如意随行	2015M9：如意随行上线			2017M4：升级百万如意行，保障提升、返还略下降、保费略下降。		2019M7：升级庆典版
新华保险	健康无忧	2015M8：明确加快推动重疾业务，推出健康无忧ABC三款产品，定位广泛大众客群。		2016M7推出健康无忧青少年版，同样分为ABC三款。至2017M10退市	2017M10升级健康无忧C1，病种15+60升至35+85，增加轻症多次、特定疾病及前十年额外20%保额，费用略提升。	2019M8：健康无忧C3上线，病种（成人55+110+特定10）及责任明显增加，保费小幅提升（1-4%） 2019M1：尊享版，老客户少缴1年保费	
	多倍保			2016M5：公司借鉴香港重疾产品设计的多倍保上线，含成人版及青少年版，预定利率为4.025%，国内首款保障病种超多、赔付倍数超高、保障期限超长的国际化新型健康险，定位偏年轻群体，但初期仅允许在广东试点销售，16年底放开北京，17年4月放开上海、福建、厦门、宁波、江苏、浙江地区。	2018M10：多倍保上线A款。疾病增加、取消前十年特别关爱金、特定基本保障提升，但保费提升约30%，同时试点放开可全国销售。上市公司里仅太平（2016M9）及国寿（2018M2）推出多次赔付产品。 2019M11：升级多倍保A1，整体保障（病种、身故责任、重疾间隔期等）增加。		
	康爱无忧	康爱无忧两全及康爱无忧防癌附加险	2014年底：康爱无忧二代防癌险，定位偏中老客群。			2018M10：康爱无忧A款更新，主要针对40岁以上客群，可转换养老年金	
	健康福星	老版健康福星	2014M10：更新健康福星递增保额重疾，健康无忧和多倍保推出后逐步淡出主推产品。				
	畅行无忧两全	畅行无忧两全（长期高额意外保障产品，弥补公司长期意外险方面的空白）	升级畅行无忧2015，期限更灵活、保障提升。			升级畅行无忧A	
	附加心脑血管					2018Q4：附加特定心脑血管疾病保险上线	

4.4 新华：健康险转型效果明显，当前产品均衡拓展

✓ 新华保险：2016年开始大力推进业务转型：

➤ 2016-17年推动长期期缴及健康险转型：银保渠道及趸交产品基本被期缴保费及续期保费取代。同时健康险新单占比大幅提升至36.2%（16年占比20.9%）。

➤ 2018年“以附促主”效果良好：健康险新单占比已达到59.7%；同时明确推动“以附促主”，推出各类意外、医疗、门诊、津贴类附加险，短险（附加险为主）占比继续明显提升，成为新的业务增长点。在为客户提供全面风险保障的同时，挖掘存量客户价值，利于代理人获客并形成长期稳定收入来源。

➤ 伴随着公司产品结构的转型，价值率显著提升，2018H公司margin达50.5%。

➤ 2019年：健康险、附加险与年金险产品均衡发展推动。在银保渠道再度推出趸交产品，推动银保渠道发展和规模保费提升。

✓ 健康无忧及多倍保成为公司保障型产品的核心：

➤ 15年8月：为加快重疾发展，推出健康无忧ABC系列，后持续升级，尤其是C系列终身重疾+身故受到客户欢迎。

➤ 16年5月：定价利率较高的多次赔付重疾多倍保上线，在上市同业中最先推出多次赔付产品，但起初仅在部分地区试点销售，18年下半年开放至全国销售。

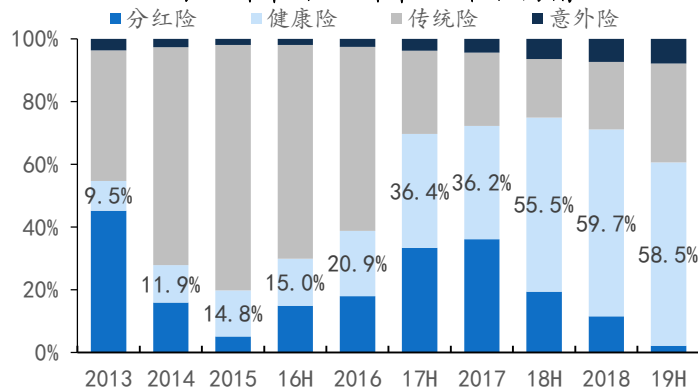
✓ 年金与开门红产品方面：策略与行业有所差别

➤ 开门红年金产品推动方面17年以来行业显著特征为缩短保险期、分红年金转为传统年金、加快返还节奏。公司在开门红产品方面18年及以前仍以终身分红年金为主，19年、20年以高预定利率的惠添富年金为主。

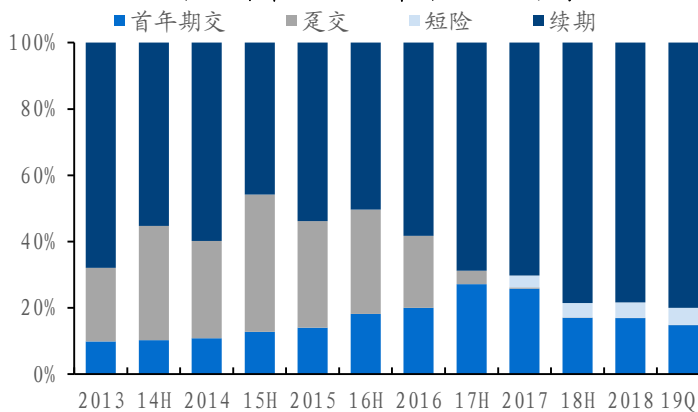
➤ 17年开始公司也在开门红产品方面明确推动保障型产品。

诚信|担当|包容|共赢

图：新华保险新单险种结构情况



图：新华保险保单期限结构情况



图：新华保险当前产品均衡发展



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.4 新华：健康险转型效果明显，当前产品均衡拓展



新华保险年金类产品历年主推情况

年份	产品名	首发 (前一年)	预定 利率	产品 类型	万能账 户	投保 范围	缴费期	保险期	产品卖点	公司经营思路
2020	年金同2019									
2019	惠添富年金	2018M10	4.03%	传统年金		0-60周岁	3/5年	15年/20年	缴费期短、高预定利率，第五年返还首年45%/65% (3/5年)	高预定利率产品
2018	福享金生A款	2017M6	2.50%	分红年金	大利年金保险	0-61周岁	5/10年	终身	第五年给付100%保额，此后每年20%保额	134号文下合规产品，五年内现金价值提升。
	美利金生A款					0-59周岁			第五年给付100%保额，65岁给付100%保额、以前每年20%、以后每年25%保额，85岁返还全部已交保费。	
	福享金生(非开门红)	2017M2				0-60周岁			一年后每年20%保额、首年返20%保费	对老产品福享一生升级，现金分红
	美利金生(非开门红)								一年后开始返还，85周岁返还已交保费	
	健康无忧	17年公司开门红开始明确推动保障型产品健康无忧，并采取核保放宽、附加意外打折等方式予以支持。								
2017	福享一生	老产品		分红年金		0-65周岁	趸交/3/5/10年		犹豫期后每年20% (基本保额+累积红利保额)，现金价值高；	
	美利人生	10月	2.50%	分红两全	随意领年金	0-60周岁	5/10年	终身	第3年期每年领取保额的30%至终身+现金红利	15年10月分红险费改背景下公司首款现金分红产品，前期如福享一生等均均为保额分红，同业公司多以现金方式分红。
	福享一生	12月21日		分红年金		0-65周岁	趸交/3/5/10年		犹豫期后每年20% (基本保额+累积红利保额)，现金价值高；	
2016	盛世赢家(2016M7)	7月	4.03%	传统年金	随意领白金版	0-66周岁	趸交/5/10年	至80周岁	犹豫期后每年领取保额的30%至80周岁\80岁返还所交保费	公司个险渠道的极致理财产品，高预定利率
2015	金彩一生	12月12日	3.50%	年金		0-56周岁	趸交/3/5/10/20年	终身	犹豫期后每年领取首期保费的10%\60岁后持续给付生存金及养老金	费率市场化改革后的普通型终身年金产品，定位中高收入人士的终身年金。
	惠鑫宝二代(银保)		4.03%	传统年金	随意领年金	0-59周岁	趸交/3年/5年	15/18/20年		一代升级
2014	惠鑫宝(银保)		4.03%	传统年金		0-59周岁	5年	15/18年		费率市场化后公司第一款银代期交年金产品，预定利率4.025%；
	祥和万家特享(非开门红)		2.50%	分红两全	-	0-50岁	19年	20/30年或至60、70岁		附加重疾，兼具满期生存及重疾保障

诚信|担当|包容|共赢

■ 投资建议：

✓ 2020年行业机会更多在于负债端改善，主要基于：

- 1) 保障型产品20年竞争将边际缓解，年金类产品吸引力提升改善整体新单情况；
- 2) 保障型产品需求仍然旺盛，上市险企产品策略推动落地，人力负增长有望相对好转；
- 3) 上市险企开门红趋势较好，全年NBV预计实现全面正增长。

✓ 而长端利率的压力及利润的不确定性也成为20年值得关注的点

- 1) 20年准备金折现率下行需增加计提准备金，对上市险企利润产生直接的负面影响；投资收益同比继续改善存在一定压力。20年一季报开始对上市险企利润表现将开始呈现。
- 2) 长端利率的下行压力仍然会成为市场担心EV长期投资收益率假设能否实现的核心要素，进而压制上市公司的估值水平，尤其在20年下半年需要更多关注。

✓ 当前估值低位，把握负债端改善机会，积极关注明年的不确定因素。

✓ 个股方面，截至12月17日，国寿、平安、太保、新华对应20年P/EV分别为0.91倍、1.09倍、0.76倍、0.65倍。全年看优选基本面更为稳健、NBV有望改善、代理人有望企稳的中国太保，以及EV增速稳健的行业综合金融龙头中国平安；阶段性关注业绩更为确定的绩优标的中国人寿以及低估值下业绩存在边际改善机会的新华保险。

- 利润增速不及预期风险：20年上市险企净利润存在一定压力，如利润增速不及预期可能会对股价产生影响。
- 行业竞争加强风险：当前在部分险种领域市场竞争较为激烈，可能会对价值及代理人产生负面影响。
- 长端利率下行风险：长端利率下行会对保险公司再投资及长期收益率产生一定压力，压制保险公司估值。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

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

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

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

诚信|担当|包容|共赢