

资产负债压力释放，估值修复继续

——保险行业 2021 年度投资策略报告

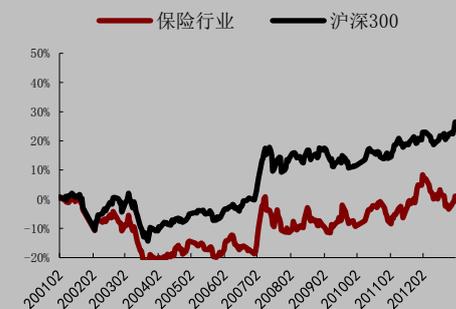
强于大市（维持）

日期：2021 年 01 月 18 日

投资要点：

- **业务：**寿险方面，代理人人力增速及人力产能逐步恢复，险企开门红销售火爆，叠加 2020 年低基数的因素，预计 2021 年新单保费增速和新业务价值将均呈现企稳向上的态势。同时，在新旧版重疾切换的最后阶段，多家保险公司推出择优赔付方案，将促使旧版重疾迎来一波销售高峰，从而带动 2021 年一季度险企业绩增长。财险方面，在车险综合改革的影响下，车险保费收入和盈利情况短期内难以改善，或将拖累财险整体表现，非车业务有望在 2021 年延续快速增长的态势。
- **投资：**利率方面，2021 年经济增速有望延续 2020 年下半年进行持续稳步修复，10 年期国债到期收益率易上难下，保险公司投资收益率大概率稳中有升，在投资端对保险股估值提供有效支撑。同时，长端利率的企稳向上将促使 750 天移动平均收益率曲线逐步扭转下行趋势，我们预计 2021 年四季度将出现向上拐点，负债端折现率的上行将直接导致准备金计提金额的减少，从而促进寿险公司利润的释放。
- **偿付能力：**偿二代二期将于 2021 年正式实施。短期来看，重规模轻价值、投资风格激进的中小型寿险公司偿付能力充足率将明显承压，而经营稳健、负债久期较长的大中型寿险公司无显著影响；对财产险公司而言，在偿二代二期和车险综合改革的交叉影响下，预计 2021 年财产险公司偿付能力充足率将继续下行。长期来看，偿二代二期将倒逼保险公司从根本上解决经营问题，促进公司以及全行业高质量发展。
- **投资建议：**我们预计 2021 年在资产负债两端的共同带动下，保险股估值有望走出持续修复行情。开门红销售火爆、人力产能提升、新旧版重疾切换、政策提振等因素将带动保费增速和 NBV 的上行；长端利率企稳向上将提高保险资金的投资收益水平；750 天移动平均收益率企稳向上将直接减少准备金计提金额。从估值指标来看，目前保险股估值仍处于历史中低位。我们维持保险行业“强于大市”评级。
- **风险提示：**新业务增长不及预期，新冠疫情影响加剧，长端利率继续下行，系统性风险。

保险行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2020 年 12 月 31 日

分析师：徐飞

执业证书编号：S0270520010001

电话：021-60883499

邮箱：xufei@wlzq.com.cn

目录

1、2020 年保险业行情回顾	4
2、业务	6
2.1 经济增速回暖支撑保险行业发展，我国保险渗透率仍有较大增长空间	6
2.2 人身险“扩面提质”，商业保险迎来发展新机遇	6
2.2.1 人身险“扩面提质”，政策指引下保险业或将迎来新一轮增长周期	6
2.2.2 我国商业养老保险对整个养老金体系支撑作用尚小，推动商业养老保险快速实现规模扩张迫在眉睫	6
2.2.3 在政策激励和市场需求的驱动下，商业健康保险将继续保持近年来的高速增长	8
2.3 开门红提前启动，新旧重疾产品切换，带动负债端增速回暖	8
2.3.1 开门红销售火爆，2021 年一季度业绩增长已无悬念	8
2.3.2 代理人渠道人力增速有望小幅回升，带动 2021 年产能向上	11
2.3.3 旧版重疾即将被新版重疾完全取代，旧版重疾择优理赔带动过渡期内保单销量增长	11
2.4 强监管下保险行业将持续稳健发展	12
2.4.1 互联网保险新规出台，利好传统险企互联网渠道销售	12
2.4.2 独立个人代理人新规出台，要求强化险企管理责任	13
2.4.3 责任险管理办法出台，促进责任险提速保质发展	13
2.5 车险综改短期影响不减，财产险公司或持续调整	14
3、投资	15
3.1 权益资产投资比例迎来差异化监管，经营稳健险企的资金自主运用空间大幅提升	15
3.2 权益资产配置保守，风险可控	16
3.3 长端利率企稳向上，资产负债两端压力释放	17
3.3.1 长端利率或继续上行，投资收益有望回暖	17
3.3.2 准备金计提金额有望出现向下拐点	17
4、偿付能力：偿二代二期实施在即，对险企影响呈现分化	18
5、投资建议	20
6、风险提示	21
图表 1：2020 年以来沪深 300、保险板块和 10 年期国债到期收益率走势	5
图表 2：2020 年以来沪深 300 指数、涨跌幅（月度）	5
图表 3：2020 年以来保险板块指数、涨跌幅（月度）	5
图表 4：2020 年以来上市险企涨跌幅情况（月度）	5
图表 5：2019 年亚洲市场保险密度及保险深度（美元）	6
图表 6：我国保险密度及保险深度（元）	6

图表 7: 2019 年我国养老金三大支柱情况.....	7
图表 8: 我国商业健康保险保费收入和赔付支出情况.....	8
图表 9: 主要上市险企开门红情况一览表.....	9
图表 10: 上市险企 2021 年开门红预收保费情况.....	9
图表 11: 主要上市险企开门红产品一览表.....	10
图表 12: 上市险企寿险代理人人数 (万人) 及环比增速.....	11
图表 13: 新旧重疾定义对比.....	12
图表 14: 车险改革发展历程与改革内容.....	15
图表 15: 我国车险行业保费收入及环比增速.....	15
图表 16: 我国财产险公司保费收入及增速情况.....	15
图表 17: 2020 年一季度上市险企权益资产配置情况.....	16
图表 18: 2020 年二季度上市险企权益资产配置情况.....	17
图表 19: 2020 年三季度上市险企权益资产配置情况.....	17
图表 20: 10 年中债国债到期收益率与保险指数对比.....	17
图表 21: 10 年国债与 750 天移动平均到期收益率.....	18
图表 22: 近一年行业偿付能力充足率水平.....	19
图表 23: 主要寿险公司综合偿付能力充足率.....	19
图表 24: 主要寿险公司核心偿付能力充足率.....	19
图表 25: 主要财产险公司综合偿付能力充足率.....	20
图表 26: 主要财产险公司核心偿付能力充足率.....	20
图表 27: 2014 年以来主要上市险企静态 PEV 估值水平.....	21
图表 28: 2014 年以来主要上市险企静态 PB 估值水平.....	21

1、2020 年保险业行情回顾

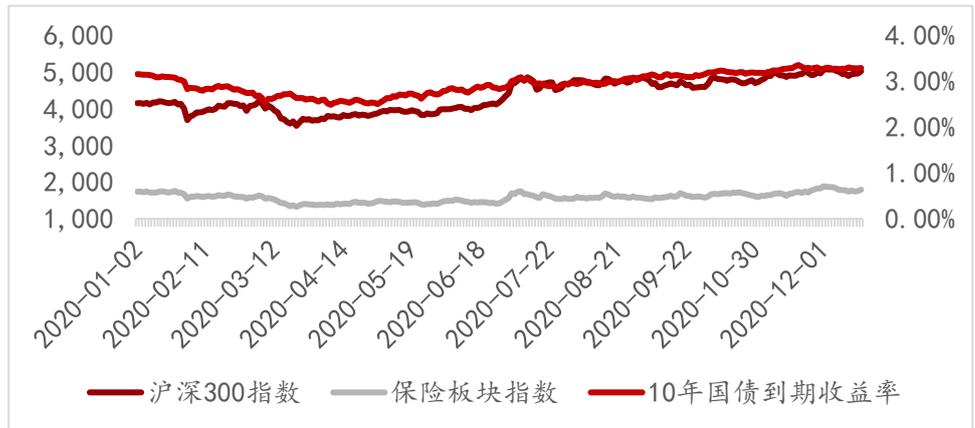
保险板块全年整体表现远弱于大盘，下半年随着疫情好转、经济复苏，保险股逐渐企稳向上。截至2020年12月17日，保险指数较年初累计上涨1.5%，沪深300指数累计上涨22.5%，相对收益-21.0%；上证指数累计涨幅为11.0%，相对收益-9.6%，保险板块整体大幅跑输沪深300和上证指数。2020年一季度作为保险公司开门红销售的时期，受到新冠疫情的影响，代理人线下拓客、展业无法正常进行，而代理人渠道作为寿险公司新单保费收入与新业务价值的主要来源之一，业务的阻滞直接导致2020年一季度业绩的大幅下滑，其中平安人寿和太保寿险由于前一年开门红时间较晚，预收保费规模较小，业绩受疫情影响最大；长端利率下行等因素导致资负两端双双承压，保险板块大幅下跌。下半年在疫情好转、经济复苏和开门红预热等因素的驱动下，新业务增速回暖，利率企稳回升，2020年6月1日至12月17日，保险板块跑赢大盘，大幅上涨27.9%，全面收复上半年跌幅并微涨1.5%。

业务方面，新冠疫情对保险公司经营情况冲击明显。2020年1月起，在新冠疫情的突然爆发和持续冲击下代理人线下拓客、展业无法正常进行，代理人渠道销售严重受阻，而代理人渠道作为险企新单保费收入和新业务价值的主要来源之一，业务的阻滞直接导致开门红销售大幅萎缩，严重拖累一季度的保费增速和新业务价值增速。随着疫情得到有效控制、经济企稳，居民工作生活逐渐恢复，保险公司业绩情况有所好转。2020年三季度起，险企争相提前开启2021年开门红产品预售，叠加新旧重疾产品切换等因素的影响，保险业负债端呈现稳步向上的趋势。

利率方面，2020年上半年在新冠疫情的持续蔓延下全球经济增速大幅回落，在我国持续宽松的货币政策下长端利率持续下行。截至2020年4月，10年期国债到期收益率由年初的3.14%大幅下滑至2.50%附近。从资产端来看，长端利率的下行使保险公司固定收益类资产的投资收益率大幅下滑，投资收益率与负债成本率间的利差的缩小甚至由正转负将导致利润的下滑；从负债端来看，长端利率的下行使750天移动平均收益率曲线持续加速下行，长期险准备金计提明显增高，加大了保险公司负债对利润的负面影响。2020年5月以来，随着新冠疫情逐步受到控制、经济开始稳步修复以及货币政策逐渐回归收紧，长端利率企稳并拐头向上，当前10年期国债到期收益率已超过疫情前水平，并维持在3.30%附近。长端利率的企稳向上逐步修复保险公司盈利情况。

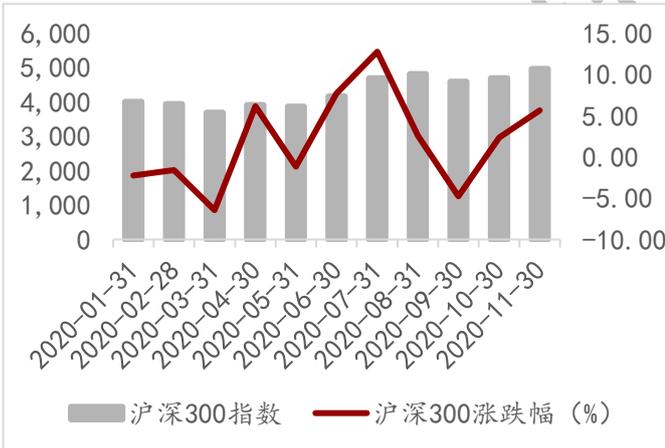
个股方面，A股主要上市险企表现呈明显分化。2020年1-11月，保险个股指数有涨有跌，除中国人保累计下跌8.70%外，中国平安+5.35%，中国太保+2.14%，新华保险+24.58%。在保险板块整体走势低迷的情况下，新华保险涨幅略超上证指数和沪深300指数，主要原因为公司坚定推进“资产负债双轮驱动，规模价值全面发展”的模式，推动业务实现逆势增长。

图表 1: 2020 年以来沪深 300、保险板块和 10 年期国债到期收益率走势



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表 2: 2020 年以来沪深 300 指数、涨跌幅 (月度)



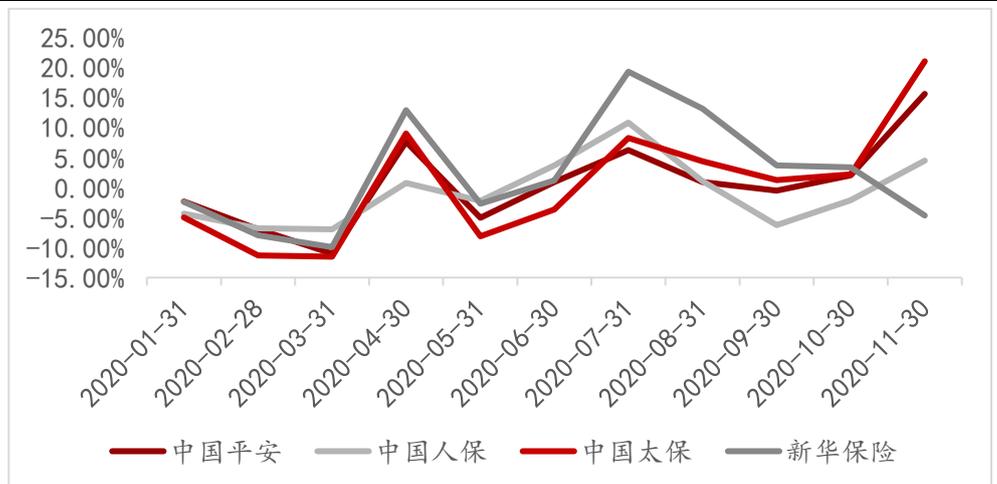
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表 3: 2020 年以来保险板块指数、涨跌幅 (月度)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表 4: 2020 年以来上市险企涨跌幅情况 (月度)



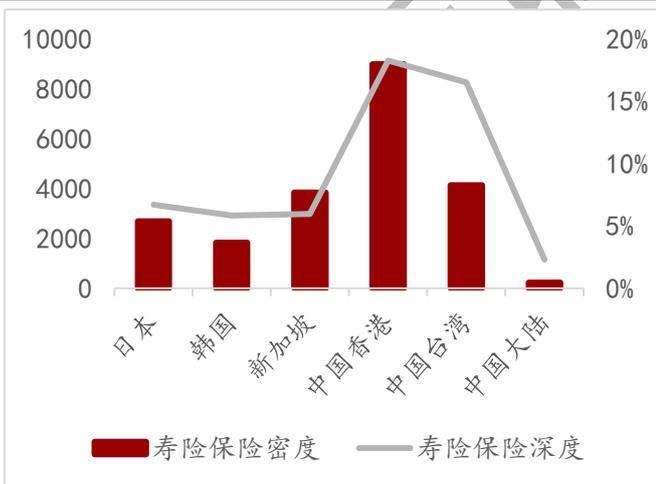
资料来源: Wind, 万联证券研究所

2、业务

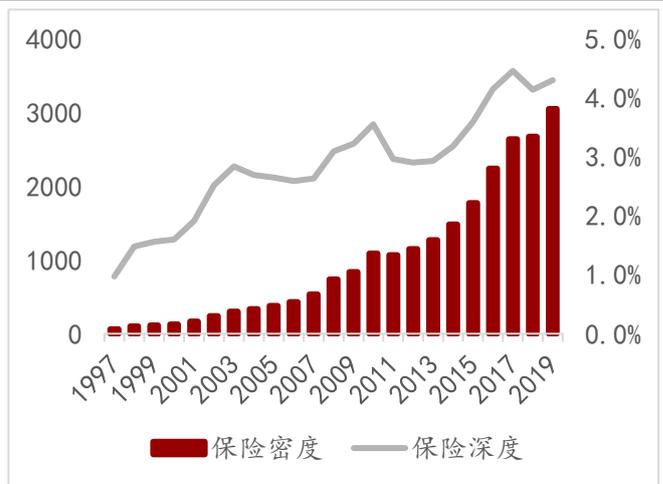
2.1 经济增速回暖支撑保险行业发展，我国保险渗透率仍有较大增长空间

后疫情时期经济增速回暖，长期来看保险行业发展前景广阔。近二十多年来，我国大陆地区保险密度和保险深度呈现稳步上升的趋势，我国保险渗透率逐步提升。瑞再Sigma最新数据显示，2019年我国大陆地区保险密度达到430美元，保险深度升至4.3%，但与日本、韩国、新加坡、中国香港、台湾地区等亚洲成熟保险市场相比仍存在显著差距。2020年受新冠疫情影响，一季度我国经济短期受挫出现负增长，二季度开始逐步恢复平稳运行且经济增速由负转正，截至三季度末累计+0.7%，预计未来将回到中高速增长轨道。同时，2020年前三季度我国居民可支配收入同比小幅增长，国家统计局数据显示，前三季度全国居民人均可支配收入23781元，比上年同期名义增长3.9%。因此，在居民保险保障意识提升、可支配收入不断攀升等因素的催化下，居民保险保障和财富管理的需求将加速扩大，短期波动不会影响保险行业的长期发展，我们预计我国保险深度和保险密度增长趋势不变，保险渗透率仍有较大增长空间。

图表 5：2019 年亚洲市场保险密度及保险深度（美元）



图表 6：我国保险密度及保险深度（元）



资料来源：瑞再Sigma，万联证券研究所

资料来源：Wind，万联证券研究所

2.2 人身险“扩面提质”，商业保险迎来发展新机遇

2.2.1 人身险“扩面提质”，政策指引下保险业或将迎来新一轮增长周期

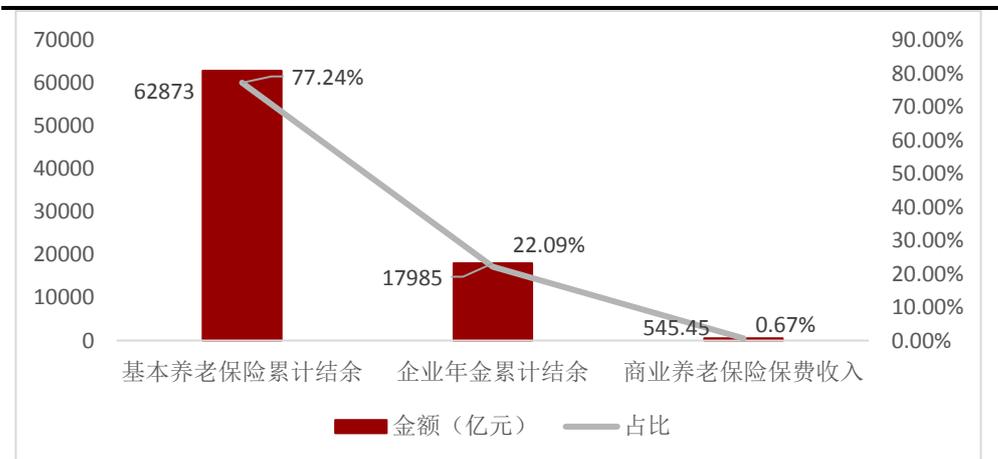
2020年12月9日，国常会部署促进人身险扩面提质，提出两大发展路径：一是加快发展商业健康保险，二是将商业养老保险纳入养老保障第三支柱。我们预计2021年国家将出台更多利好人身险发展的监管政策和激励措施，商业健康保险和商业养老保险将成为保险业新一轮增长的突破口。

2.2.2 我国商业养老保险对整个养老金体系支撑作用尚小，推动商业养老保险快速实现规模扩张迫在眉睫

我国作为发展中的养老金市场，三大支柱在覆盖范围、基金规模、以及发展潜力等方面均呈现出不均衡、不协调的分布情况。养老金体系有三大支柱：一是基本养老保险，二是企业年金和职业年金，三是个人养老金制度，包括个人储蓄性养老保险和商业养老保险。截至2019年末，我国一支柱基本养老保险参保人数已有近10亿中国城乡居民，基本养老保险基金累计结余62873亿元；二支柱企业年金和职业年金仅覆盖2548万人，基金累计17986亿元；三支柱商业养老保险发展仍处于起步阶段：2018年5月，个人税延型商业养老保险试点启动，这是除传统的养老年金险外开发出的创新型商业养老保险产品，标志着商业养老保险迈入新的发展阶段。然而试点以来，市场接受度和普及度均不及预期，截至2019年末税延养老保险参保人数仅4.7万人，保费收入2.45亿元。2019年1-12月，退休后分期领取养老金的养老年金保险保费收入543亿元，积累保险责任准备金5285亿元。当前养老金一、二支柱占比为99.2%，而三支柱所占份额仅为0.8%，体现了三支柱发展的不充分性。

商业养老保险优势显著、发展空间巨大，将为一、二支柱补缺口、补短板。2020年11月20日，中国保险行业协会发布《中国养老金第三支柱研究报告》（简称“《报告》”）。《报告》指出，随着人口老龄化的发展，未来5-10年中国预计会有8-10万亿美元的养老金缺口，且未来中国养老金缺口将随着时间的推移不断扩大。相较于一、二支柱，商业养老保险对于补齐未来养老金缺口和短板将发挥重要作用。主要原因：一是养老金三支柱规模化发展是养老金市场走向成熟的必经之路。银保监会副主席黄洪在国常会例行吹风会上指出，美国、英国、加拿大等国具有养老保险功能的人身保险保费收入在全部保费收入里占比约为50%，而养老年金保险保费收入占比超过35%。我国商业养老保险保费收入占人身险保费收入的比例极低，商业养老保险对于养老保障的作用微乎其微，增长空间巨大。具体来看，到2020年三季度末，我国养老年金保险原保费收入仅为551亿元，在人身保险原保费收入仅占2.1%。二是，与一、二支柱相比，三支柱商业养老保险具有产品形态多样化、适用人群广泛和市场化程度高等特点，居民在考虑自身养老需求和消费能力的前提下选择养老产品时具有更多主观能动性。三是，中国银保监会主席郭树清在2020年金融街论坛上的主题演讲时指出，当前中国居民金融总资产已达160万亿元人民币，其中90多万亿元为银行存款，且绝大多数低于一年期限，可转换为终身养老财务资源的金融资产规模十分庞大。

图表 7：2019 年我国养老金三大支柱情况



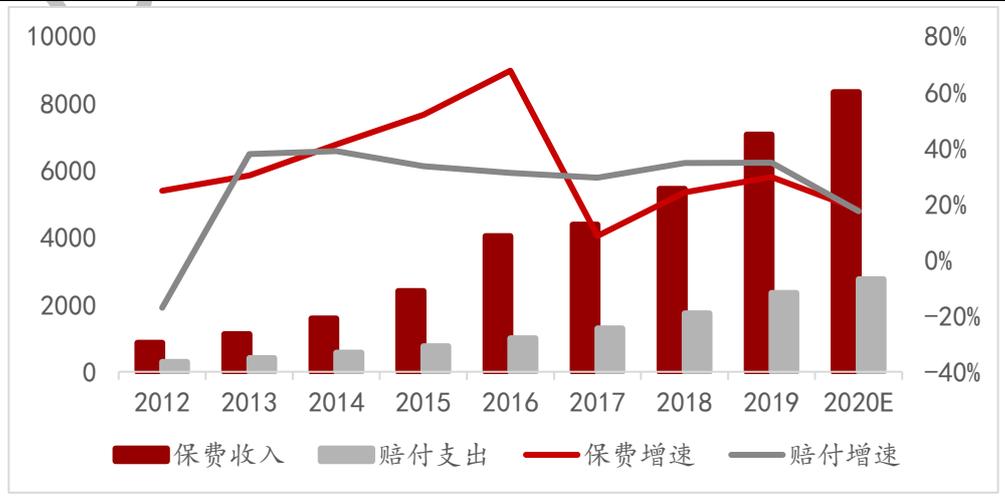
资料来源：人社部，中国银保监会，万联证券研究所

2.2.3 在政策激励和市场需求的驱动下，商业健康保险将继续保持近年来的高速增长

商业健康保险市场热度不减，保费收入将延续高速增长。近年来，随着居民可支配收入的不断增长和健康保障意识的逐步提升，我国商业健康保险发展势头十分强劲。自2012年至今商业健康险保费收入年平均增长率超过30%，由2012年的863亿元增长到2019年的7066亿元。2020年新冠疫情对居民可支配收入增速和保险行业发展均造成明显冲击，商业健康保险业务增速暂时放缓但长期高速增长趋势不改，我们预计今年全年商业健康险保费收入将超过8000亿，同比增长15%以上。疫情强化了全民对健康医疗保障重要性的认识，在经济增速持续修复的情况下，我们预计2021年我国商业健康险有望恢复疫情前的保费增速，成为带动整个保险行业加速发展的主要驱动之一。

政策驱动下，商业健康险将成为社会医疗保障的重要支撑和补充。2020年12月9日，国常会提出要加快发展商业健康保险，做好与基本医保等的衔接补充，提高城乡居民大病保险保障能力。会议指出，商业健康保险应从扩面、固本、增效、强基、提质五个方面加强建设，促进健康险产品对广大老龄群体的适用性，提升健康保险发展和服务水平。国常会的指引将为商业健康险的产品设计、市场开拓等方面提供新的机会和挑战，2021年健康险将在政策的推动和激励下迎来新一轮增长周期。

图表 8：我国商业健康保险保费收入和赔付支出情况



资料来源：中国银保监会、万联证券研究所

2.3 开门红提前启动，新旧重疾产品切换，带动负债端增速回暖

2.3.1 开门红销售火爆，2021年一季度业绩增长已无悬念

险企高度重视开门红，启动时间均有所提前，将大幅提振一季度业绩。为了预防新冠疫情等不可控因素对新一年业绩的影响，国内保险公司对2021年开门红预售的重视程度显著提高，几大上市险企的开门红预收保费开始时间均有不同程度的提前：中国人寿、平安人寿、太保寿险和新华保险2021年开门红启动时间分别为9月20日、11月1日、10月9日和12月1日，较去年开门红启动时间分别提前30天、41天、52天和14天。我们认为，险企对开门红的高度重视，叠加2020年低基数的影响，2021年一

季度新单保费增速和NBV增速均会大幅回升。

图表 9：主要上市险企开门红情况一览表

公司名称	启动时间	产品形态
中国人寿	2020年9月20日	年金险+万能账户
平安人寿	2020年11月1日	年金险+万能账户
太保寿险	2020年10月9日	两全险+万能账户，年金险（分红型）+万能账户
新华保险	2020年12月1日	年金险+万能账户

资料来源：公司官网、万联证券研究所

开门红产品保障+储蓄功能相结合，产品设计满足消费者多样化需求。开门红产品亮点突出：年金险加万能账户的产品组合成为国寿、平安、太保和新华开门红产品首选，为客户同时提供保证利益（即保险责任给付）和非保证利益（即万能账户利息）；平安人寿推出的财富金瑞21更是在年金+万能账户的基础上，为客户提供附加轻症倍护和手术津贴两种可选责任，实现了寿险、健康的双重保险保障；太保寿险月添福提供红利给付和万能账户利息双重非保证收益，为倾向于高收益的客户配置优质的保险产品；投保范围更广，多款开门红产品将投保年龄放宽至70周岁及以上，适用于范围更广的老年人群体，年金险养老保障功能凸显；趸交、3年缴、5年缴等多种缴费方式可选，便于消费者根据自身消费能力和消费习惯进行选择。异于长期人身险的一直以来的缴费方式，太保寿险推出的月添福年金险（分红型）采取月缴保费，极大程度地缓解了客户的缴费压力，更加符合当代年轻人账单分期的消费习惯；多款年金产品保障期缩短且返还周期提前，其中，平安的财富金瑞21和太保的鑫享事诚（庆典版）的保障期均不超过10年，收益尽早落袋为安使客户更加安心；万能账户均为终身账户，且结算利率均维持在5.0%左右的高位，较高的收益率对客户的吸引力明显增加。因此，不断优化的产品设计使险企开门红产品预售情况可期。开门红预收保费情况大好，一季度险企业绩提升已成定局。头部险企开门红表现出色，截至12月11日，中国平安和太保寿险新单预收保费较2020年1月实收保费增长均超过100%；中国人寿和太平人寿紧随其后，增长率达80%以上；新华保险在2020年1月新单保费高基数的基础上，仍实现了65%的增长。我们认为开门红火爆的销售情况将带动2021年一季度新单保费增速大幅提高。

图表 10：上市险企 2021 年开门红预收保费情况

公司名称	预收保费 (亿元)	占 2020 年 1 月个险期缴新单保费比例 (%)
中国人寿	470	80+
平安人寿	190	100+
太保寿险	78	120+
新华保险	26	65+
太平人寿	40	80+

资料来源：财联社、万联证券研究所

图表 11：主要上市险企开门红产品一览表

公司名称	主险名称	主险类型	万能账户	分红/结算利率	投保年龄	缴费期(年)	保障期(年)	保险责任
中国人寿	鑫耀东方	年金	三选一： 鑫尊宝庆典版 鑫尊宝 A 款 鑫尊宝 C 款	5.1%/4.5%/3.7%	0-70 岁	趸交/3/5	10	生存金 满期保险金 身故保险金
	鑫耀前程	年金	三选一： 鑫尊宝庆典版 鑫缘宝乐鑫版 鑫尊宝养老 C 款	5.1%/4.7%/3.7%	0-70 岁	趸交/3/5	15	生存金 特别生存金 满期保险金
	鑫耀至尊	年金	四选一： 鑫尊宝庆典版 鑫缘宝乐鑫版 鑫尊宝养老 A 款 鑫尊宝养老 C 款	5.1%/4.7%/4.5%/3.7%	0-65 岁	趸交/10	15	身故保险金 生存金 满期保险金
平安人寿	财富金瑞 21	年金	聚财宝 20	5.00%	0-75 岁	3	8	生存金 满期保险金 身故保险金 意外身故全残保险金
	金瑞人生 21	年金	聚财宝 20	5.00%	0-69 岁	3/5/10	10/15	生存金 满期保险金 身故保险金
太保寿险	鑫享事诚	两全	传世金典	5.00%	0-59 岁	3	7	生存金 身故保险金 非意外身故全残保险金
	月添福	年金 (分红型)	传世赢家 传世管家	4.8%/4.6%	0-70 岁	5/10	终身	祝福金 红利
新华保险	惠金生	年金险	金利	4.90%	0-70 岁	趸交/3/5	10/15	关爱金 生存保险金 满期保险金 身故保险金
	惠添富	年金险	天利	5.00%	0-59 岁	3/5	15/20	关爱金 生存保险金 满期保险金 身故保险金

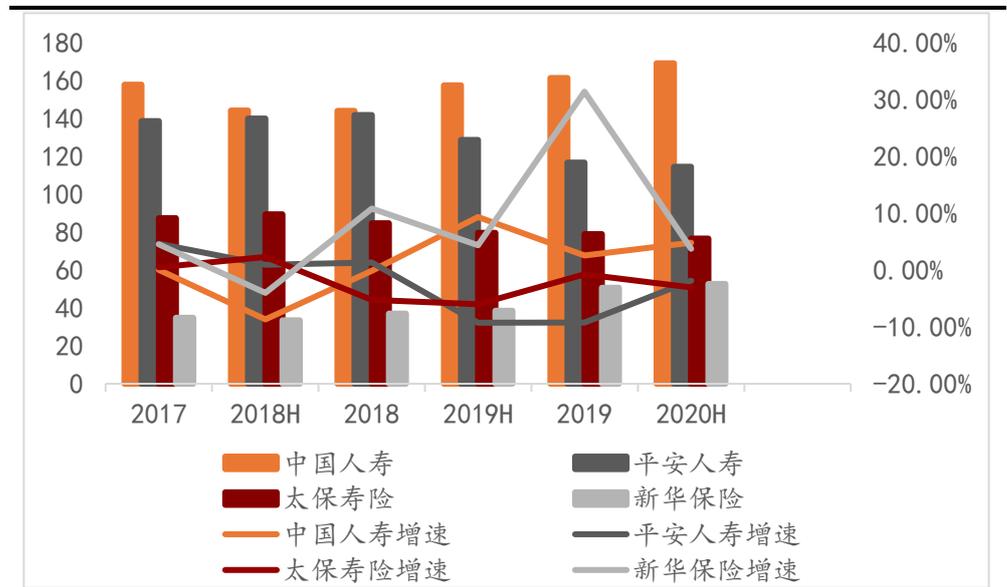
资料来源：公司官网、万联证券研究所

2.3.2 代理人渠道人力增速有望小幅回升，带动2021年产能向上

疫情影响下代理人增速明显放缓，2021年有望小幅回升。自2015年以来，寿险行业代理人渠道人力发展可大致分为两个阶段：从2015年至2017年，代理人渠道业务迅速扩张，人力呈现出持续高速增长的态势，年平均增长率超过30%；2017年以后增速大幅放缓，降至10%以下，预示着代理人高增长时代结束。2018年，受到寿险业务改革等因素的影响，中国人寿、太保寿险等多家寿险公司代理人数量出现负增长，截至2019年末，行业整体代理人增速持续下行，全年增速仅3.3%。2020年受到新冠疫情的影响，代理人线下展业十分困难，寿险公司代理人渠道业绩低迷，队伍留存率迅速降低且增员困难。我们预计2021年在经济复苏的大背景下，产品销售环境转好，增员情况和队伍留存情况均会得到改善。

险企人力增速情况出现明显分化，主要受各险企代理人渠道发展策略影响。从代理人规模的角度来看，中国人寿坚持量质齐升，2020年上半年其代理人规模达到169万人，较2019年末小幅上涨4.8%；新华保险力图通过加大规模人力来实现保费规模的扩张，2020年规模人力增至52.6万，较2019年末上升3.8%；平安人寿和太保寿险坚持人均产能提升而非一味的人力队伍扩张，2020年上半年代理人规模略有下降，较2019年末分别下滑1.9%和3.0%。整体来看，短期内人力发展趋势与公司发展策略、基本法利益分配等有较大相关性，而队伍整体质量的提升和人均产能的优化是一个长期的过程，人力结构优化带来的短期的业绩低迷是实现长期增长的必经阶段。我们预计，2021年在行业景气度上行、经济政府回暖的大背景下，代理人增员和队伍留存情况将有所改善，人均产能及保费收入情况有望好转，保险估值将得到进一步修复。

图表 12：上市险企寿险代理人人数（万人）及环比增速



资料来源：公司公告、万联证券研究所

2.3.3 旧版重疾即将被新版重疾完全取代，旧版重疾择优理赔带动过渡期内保单销量增长

重疾新定义为健康险市场注入新的发展动力。2020年11月5日，中国银保监会发布《关于使用〈中国人身保险业重大疾病经验发生率表（2020）〉有关事项的通知》，旧

定义下的重疾产品将在2021年1月31日前全部停止销售，此后保险公司仅能销售使用2020新定义下的重疾险产品。除重疾发生率外，新定义在覆盖病种、赔付比例、保障范围等方面均做了调整和更新，更加贴近我国居民健康、医疗的实际情况，是健康险市场发展过程中的一个重要里程碑。

旧版重疾择优赔付，核保方案放宽将带动旧版重疾险最后一波销售高潮。在新旧产品过渡期内，国寿、平安等多家上市和非上市保险公司针对旧版重疾险产品推出“择优理赔”方案，新旧定义下哪个宽松赔哪个。长期重疾险作为寿险公司高业务价值的主要贡献者，在旧版重疾即将停售的最后阶段，叠加开门红影响，有望迎来一波销售高潮，在2020年低基数下，2021年一季度NBV增速有望得到大幅提高。

图表 13：新旧重疾定义对比

	新定义	旧定义
重疾覆盖病种	新增3种可选重疾： 严重慢性呼吸衰竭 严重克罗恩病 严重溃疡性结肠炎	25种重大疾病
轻症覆盖病种	新增3种必保轻症： 恶性肿瘤——轻度 较轻急性心肌梗死 轻度脑中风后遗症	轻症无统一定义
轻症赔付比例	必保轻症赔付上限为30% 其他轻症无要求	轻症赔付比例20%-50%
甲状腺癌保障范围	TNM分期为I期或更轻分期的甲状腺癌按轻症理赔，赔付比例上限为30%	按照重疾标准理赔，至少赔付100%基本保额
原位癌、交界性肿瘤保障范围	不在恶性肿瘤和轻度恶性肿瘤保障范围内	不在恶性肿瘤保障范围内
重大器官移植术定义	包括小肠移植	不包括小肠移植
冠状动脉搭桥术定义	以切开心包为理赔前提，未切开心包不在保障范围内	以开胸为理赔前提，冠状动脉支架植入术等4项手术不在保障范围内

资料来源：中国银保监会、万联证券研究所

2.4 强监管下保险行业将持续稳健发展

2020年底，中国银保监会等监管部门密集出台一系列保险业监管政策，加速完善行业监管体系，深入落实“保险姓保”的指导思想，切实保障消费者的合法权益，推动行业高质量发展。

2.4.1 互联网保险新规出台，利好传统险企互联网渠道销售

2020年12月14日，中国银保监会发布《互联网保险业务监管办法》，对互联网业务定义、经营要求、营销宣传以及售后服务做出了规定。该办法自2021年2月1日正式实

施。该办法对互联网企业代理保险业务强化了以下要求：一是要求持牌经营，互联网企业代理保险业务应获得经营保险代理业务许可；二是应有较强的合规管理能力、场景和流量优势、信息技术实力等；三是应实现业务独立运营，与主营业务实现业务隔离和风险隔离；四是不得将互联网保险业务转委托给其他机构或个人；五是加强消费者权益保护，建立售后服务快速反应机制。

要求持牌经营，整顿互联网保险市场，行业规范化、合规性和集中度将显著提高。该办法明确指出非保险机构、非持牌第三方机构不得开展互联网保险业务，互联网保险行业门槛提高，线上开展互联网业务将受到更严格的监管，不合规机构被清除出市场，互联网保险业务向规范化经营的保险公司、保险代理机构等集中靠拢。该办法有利于推进合规互联网保险机构之间的良性竞争，规范互联网保险市场，维护互联网保险市场秩序。

利好传统险企互联网渠道发展，互联网业务有望实现进一步增长。该办法充分肯定了传统险企开展互联网渠道业务的合规性，鼓励其在合规合法的前提下利用互联网平台和资源大力拓展保险业务，我们认为这将极大促进传统险企线上、线下业务的共同发展，实现各渠道资源的整合和融通，从而推动行业的进步和发展。

2.4.2 独立个人代理人新规出台，要求强化险企管理责任

近期，中国银保监会下发《关于发展独立个人保险代理人有关事项的通知》，从代理人定位、条件标准、行为规范、选拔机制、公司管理、监督管理等方面提出具体的规则。该通知对独立个人保险代理人把握以下关键点：**从市场定位来看**，将独立个人保险代理人归属于个人保险代理人范畴，强调和突出其独立自主开展业务，直接按照代理销售的保险费计提佣金，以有别于传统的团队型个人保险代理人；**从从业形态来看**，鼓励独立个人保险代理人展业形式多样，既可以是传统的“行商”形态，也可以按照公司要求使用公司标识、字号，在社区、商圈、乡镇等地有固定经营场所。**从管理机制来看**，强化保险公司的管控责任，要求加强对人员的行为管理，建立以业务品质和服务质量为本的佣金费用体系和考核制度，也强调对独立个人保险代理人业务行为的规范，要求严格遵守保险销售、非保险金融产品销售的系列要求。独立代理人管理规范的出台将为保险业发展带来新的生机。

直销为主的传统代理人模式将被打破，行业迎来新的发展模式。独立个人代理人不同于传统的保险代理人，以自主拓客、自主展业的模式进行，销售产品不局限于单一的保险公司，可以根据客户群体的不同自主选择更符合客户需求的产品，使保险产品的保障作用更加显著。同时，独立个人代理的模式对代理人综合素质将有更高的要求，该模式下将产生更多优质的独立代理人，人均产能有望实现质的飞跃，大幅提升整个行业的保费增速和新业务增速。

独立个人代理人模式的开始将引领保险行业良性发展。该模式将倒逼代理人通过提升自身的保险专业知识、销售技能、客户服务质量来提升业绩、获得盈利。同时，独立个人代理可以销售不同公司的保险产品，将会使得保险销售更加公平、客观、透明化。对于保险公司而言，开发优质的产品才是获客的关键。从而促进整个行业的良性发展。

2.4.3 责任险管理办法出台，促进责任险提速保质发展

2020年12月25日，为进一步规范责任保险经营行为，保护责任保险活动当事人合法权益，更好服务经济社会发展全局，促进责任保险业务持续健康发展，中国银保监会发布《责任保险业务监管办法》。该办法主要包括：一是**规范责任保险承保边界**。严格责任保险承保范围；要求保险公司厘清责任保险与财产损失保险、保证保险、意外伤害保险等险种的关系，合理确定承保险种。二是**规范市场经营行为**，杜绝销售误导、不正当竞争、违规承诺等不正当竞争行为。三是**规范保险服务**。以降低赔付风险为主要目的，不得随意扩大服务范围、服务内容；要求保险公司制定保险服务相关制度，严格按照会计准则进行账务处理，确保数据真实准确。四是**强化内控管理**，主要包括业务管理、授权体系、队伍建设、业务核算、信息系统、数据统计、风险管控等方面。

责任险高速增长下，监管落地促进市场规范化稳健发展。近年来，责任险市场发展迅猛，首个责任险管理办法的出台将进一步提高责任险经营的规范性、保护相关人员的合法权益，为责任险的持续、稳定、良性发展打下坚实的法律基础。我们预计，在监管的指引下，2021年责任险市场将在合规合法的前提下继续保持高速增长。

2.5 车综改短期影响不减，财产险公司或持续调整

车险综合改革下，行业整体发展长期向好。2020年9月，车险综合改革正式实施，本次改革以“保护消费者权益”为目的，短期内将“降价、增保、提质”作为阶段性目标。此次改革主要内容包括：提高责任限额、下调附加费用率上线、提高预期赔付率以及逐步放开自主定价系数浮动范围。虽然车综改对财产险公司经营情况和盈利能力将带来的短期压力，但从长期来看，车综改将倒逼财产险公司通过优化车险成本结构和业务模式等方式提高自身的市场竞争力和盈利能力，扭转当前下行的趋势，从而促进车险市场的有序、稳定、持续发展。

车险保费收入和综合成本率双承压，财险公司短期内仍将负重前行。从行业整体表现来看，受到9月车险综合改革正式实施的影响，10月单月车险行业保费收入约619亿元，环比下降16.9%，创2020年最大月跌幅。主要原因为车险保费收入持续下滑和综合成本率居高不下。一方面，保费收入受到附加费用率上限下调和自主定价系数浮动范围逐步放开的影响，大概率仍将持续走低；另一方面，车险成本无法随保费收入同步下降，导致成本占保费收入比重上升，负债端在收入降低和成本升高的情况下持续拖累车险盈利情况。我们预计2021年车险行业短期阵痛仍难以避免，财产险公司车险经营情况和盈利能力不具备回稳的条件。

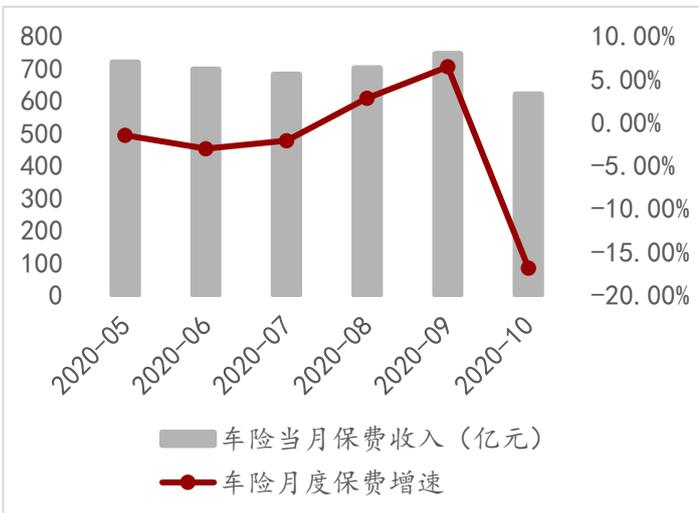
非车发展势头不减，看好2021年市场表现。不同于车险市场，2020年非车险保费增长较快，预计2021年仍保持较快增速，全年增速预计维持在10%以上。截至2020年三季度，上市险企非车保费增速因公司策略不同出现分化，中国平安、中国人保和中国太保非车保费增速分别为24.4%、1.6%和30.9%，其中中国人保增速最慢，主要原因是信用保证保险保费收入同比下降71.2%，拖累非车业务的整体表现。展望2021年非车的发展趋势，预计将延续今年快速增长的态势。

图表 14：车险改革发展历程与改革内容

<p>第一阶段： 2015年6月全国推进商车条款和费率改革</p>	<p>基准纯风险保费和无赔款优待系数费率调整，附加费用率预定 35%，险企拟订的自主核保系数费率调整方案和自主系数费率调整方案均可在 (0.85, 1.15) 内浮动。</p>
<p>第二阶段： 2017年6月商车费改</p>	<p>全国范围内进一步扩大双核系数下浮空间；引入三率阈值管理，即综合成本率、综合费用率和未决赔款准备金提转差率。</p>
<p>第三阶段： 2018年8月车险自主定价</p>	<p>各保险公司重新报送费率方案，手续费率上限报行合一；在广西、陕西、青海三地进行自主定价改革试点，重新测算基准纯风险保费，放开双核系数浮动范围限制。</p>
<p>第四阶段： 2020年9月车险综合改革</p>	<p>提高交强险责任限额至 20 万元，其中死亡伤残赔偿限额、医疗费用赔偿限额均上调，财产损失赔偿限额维持不变，无责任赔偿限额按照相同比例进行调整；提升商车险责任限额；下调附加费用率至 25%，上调预期赔付率至 75%；引导行业将“自主渠道系数”和“自主核保系数”整合为“自主定价系数”；轻微交通事故鼓励“互碰自赔”；纯风险保费测算周期由 2-3 年变为 1-3 年；支持生物技术、图像识别、人工智能、大数据等科技手段应用于车险行业的新技术范畴。</p>

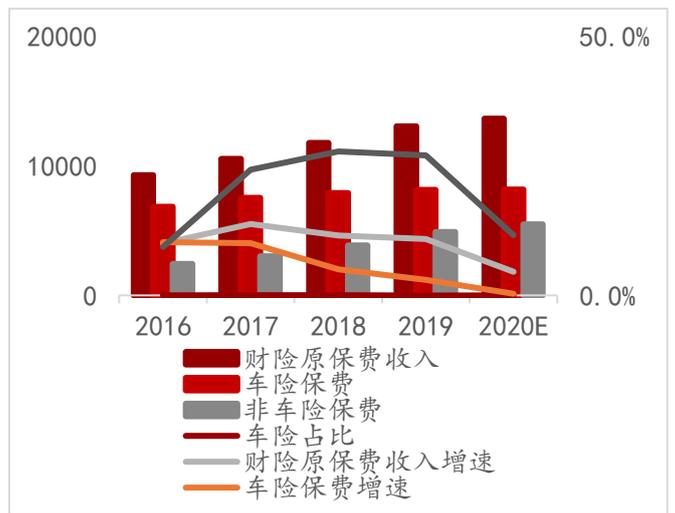
资料来源：中国银保监会，万联证券研究所

图表 15：我国车险行业保费收入及环比增速



资料来源：中国银保监会，万联证券研究所

图表 16：我国财产险公司保费收入及增速情况



资料来源：中国银保监会，万联证券研究所

3、投资

3.1 权益资产投资比例迎来差异化监管，经营稳健险企的资金自主运用空间大幅提升

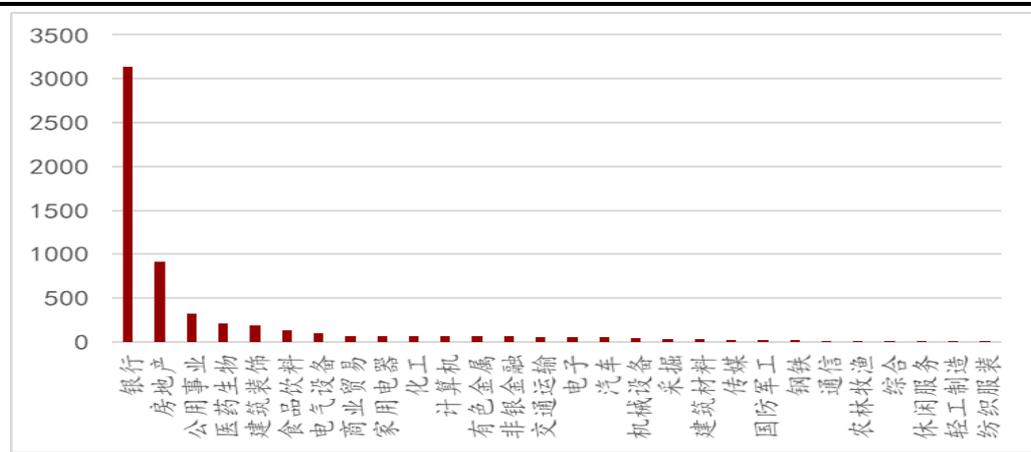
2020年7月，中国银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的

通知》(简称《通知》)。主要内容包括：一是权益类资产投资监管比例将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进行差异化设置，最高可占上季末总资产的45%。二是强化对偿付能力充足率不足100%、责任准备金覆盖率不足100%、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等高风险公司的监管，限制其权益资产投资比例及新增权益资产限制。三是增加集中度风险监管指标，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%。四是鼓励审慎投资和稳健投资。此次对保险公司权益资产投资的调整利好经营稳健的大中型险企，其权益资产配置灵活性大幅提升，利于资产端收益的增加，从而使公司利润水平得到提升。

3.2 权益资产配置保守，风险可控

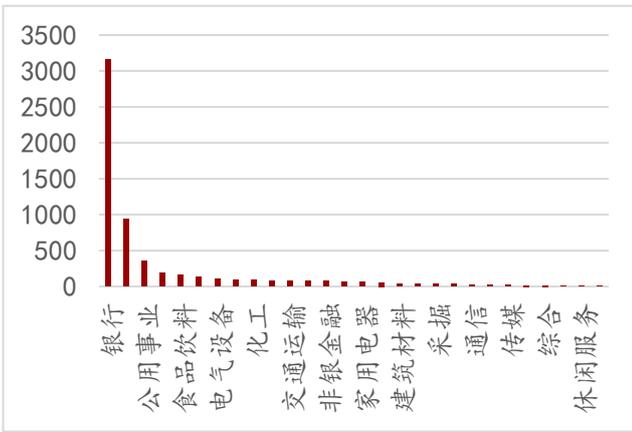
2020年以来，主要上市险企权益资产配置较稳定，且主要集中在银行、房地产、公用事业和食品饮料等板块，资产配置稳健，我们认为投资端对险企盈利能力的影响可控。具体来看：截至2020年一季度末，险资持股市值5,815.39亿元。按申万一级行业划分，银行(3135.78亿元)、房地产(914.32亿元)、公用事业(328.08亿元)持仓市值占据多数。按个股角度分析，招商银行(812.78亿元)、浦发银行(590.03亿元)、民生银行(498.37亿元)、兴业银行(444.34亿元)、金地集团(319.75亿元)的险资持仓市值最高；金地集团(50.27%)、金融街(35.46%)、南玻A(33.19%)的险资持流通股比最高。截至2020年上半年末，险资持股市值5,986.76亿元。按申万一级行业划分，银行(3164.76亿元)、房地产(940.84亿元)、公用事业(360.90亿元)持仓市值占据多数。按个股角度分析，招商银行(849.04亿元)、浦发银行(615.03亿元)、民生银行(494.88亿元)、兴业银行(440.71亿元)、长江电力(314.04亿元)的险资持仓市值最高；金地集团(50.27%)、金融街(35.46%)、南玻A(33.19%)的险资持流通股比最高。截至2020年三季度末，险资持股市值5897.26亿元。按申万一级行业划分，银行(3185.27亿元)、房地产(915.56亿元)、公用事业(308.88亿元)持仓市值占据多数。按个股角度分析，招商银行(906.44亿元)、浦发银行(545.85亿元)、民生银行(462.59亿元)、兴业银行(450.48亿元)、金地集团(330.19亿元)的险资持仓市值最高；金地集团(50.27%)、金融街(35.63%)、南玻A(33.19%)的险资持流通股比最高。

图表 17：2020 年一季度上市险企权益资产配置情况



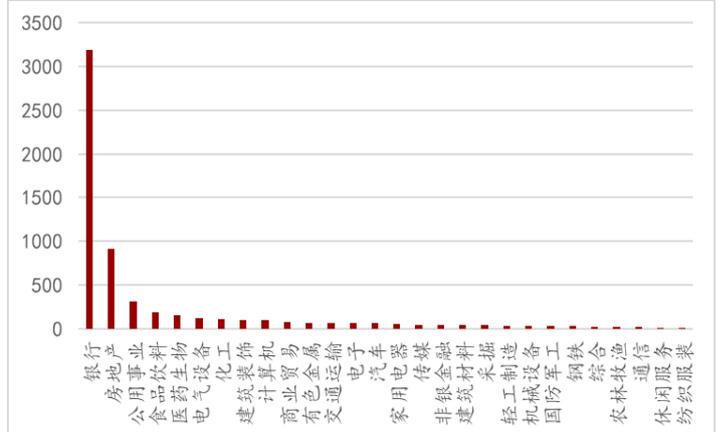
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 18：2020 年二季度上市险企权益资产配置情况



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 19：2020 年三季度上市险企权益资产配置情况



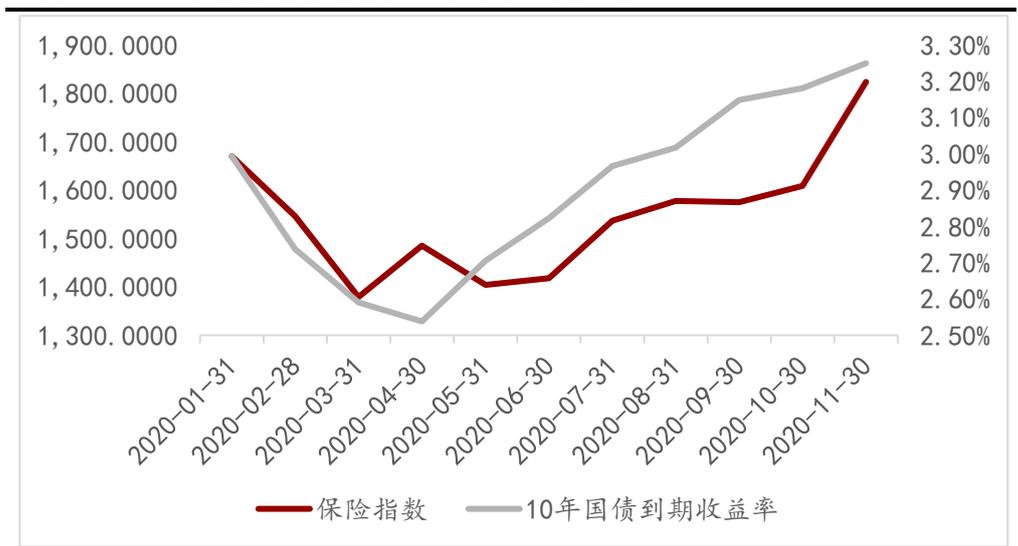
资料来源：Wind，万联证券研究所

3.3 长端利率企稳向上，资产负债两端压力释放

3.3.1 长端利率或继续上行，投资收益有望回暖

2020年1-4月，在新冠疫情的冲击下，10年期中债国债到期收益率从年初的3.15%大幅下滑至2.5%左右，自5月份开始疫情得到有效控制后企稳回升。截止2020年12月17日，到期收益率稳定在3.3%左右，超过疫情前水平。我们预计在2021年经济逐渐复苏的大前提下，10年期中债国债到期收益率将会稳步上行，权益市场表现向好，投资收益表现将有所改善。因此，从资产端的角度来看，保险股估值将有所修复。

图表 20：10 年中债国债到期收益率与保险指数对比



资料来源：Wind，万联证券研究所

3.3.2 准备金计提金额有望出现向下拐点

750天移动平均曲线下行趋势趋缓，预计2021年四季度出现向上拐点。长端利率的未来走势将影响750天移动平均到期收益率的表现。今年以来利率下行带动750天移

动平均到期收益率曲线成下行趋势，10年期国债750日移动平均到期收益率由年初的3.46%下降至12月的3.28%，保险公司准备金计提金额明显增加，从负债端给险企盈利情况带来负面影响。但是今年三季度以来，750天移动平均曲线下行趋势趋缓，有望在2021年企稳向上。在10年期国债到期收益率维持在3.3%左右的情况下，我们预计2021年四季度750天移动平均曲线将出现向上拐点，届时准备金计提压力将显著减轻，利润将得到有效释放，险企的盈利能力回升，从而改善保险股估值水平。

图表 21：10 年国债与 750 天移动平均到期收益率



资料来源：Wind，万联证券研究所

4、偿付能力：偿二代二期实施在即，对险企影响呈现分化

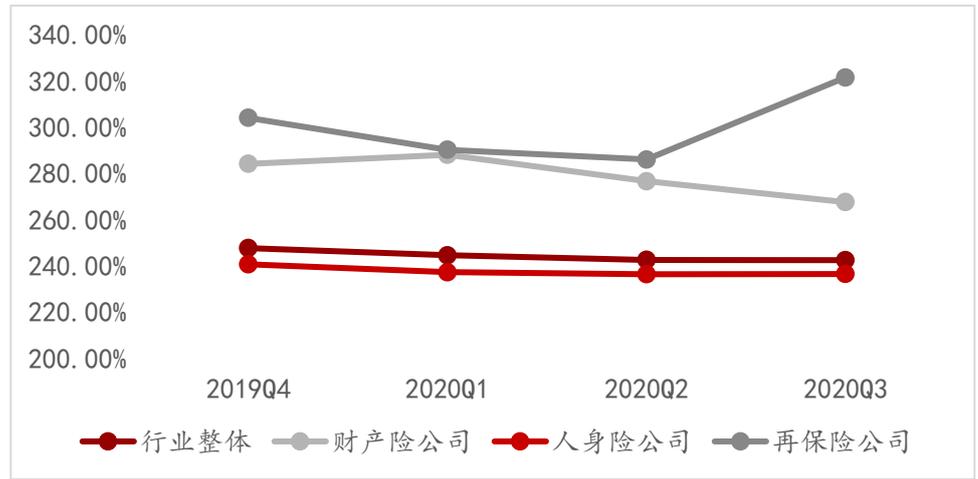
偿二代二期工程即将落地，偿付能力监管进一步完善。“偿二代”是我国保险业以风险为导向的偿付能力监管的第二代制度体系。偿二代一期自2016年开始正式运行至今已有五年。上半年中国银保监会组织各保险公司开展偿二代二期工程测试；7月正式发布《保险公司偿付能力管理规定（征求意见稿）》，明确偿二代二期监管的框架体系和具体举措。偿付能力监管由一期到二期的改革旨在补齐一期工程的制度短板、强化风险防控、挤出资本水分、降低行业杠杆率，倒逼险企通过优化产品结构、调整投资策略实现改善偿付能力指标的目的，从而使保险行业的长期稳定发展。

偿付能力充足率受险企经营策略和投资风格影响较大。对于经营稳健、投资保守、负债久期长的大中型险企，偿二代二期的实施不会对其偿付能力充足率产生显著影响；对于资负两端风格激进、规模导向的中小型险企，偿付能力充足率将明显承压。

从**资产端监管**来看，二期明确要求资产风险普遍要进行穿透计量，如果资产无法穿透，将会适用惩罚性的资本要求。这一新增规则完善了市场风险、信用风险中穿透法的原则和标准，强化了对风险的穿透式识别和监管；定期存款、持有至到期债券等资产可用于对冲利率风险，从而降低险企利率风险最低资本，改善利率风险对冲率。

从**负债端监管**来看，要求保险公司根据保单剩余期限对保单未来盈余进行资本工具分级分别计入核心资本和附属资本，对于依赖短期险暂时提高保费规模、负债久期较短的险企，核心资本降低将直接导致核心偿付能力充足率下降。要求计算偿付能力准备金时需考虑重疾恶化因子，对于定价时未考虑重疾恶化的险企，偿付能力准备金将有所增加，从而偿付能力充足率面临下降的风险。

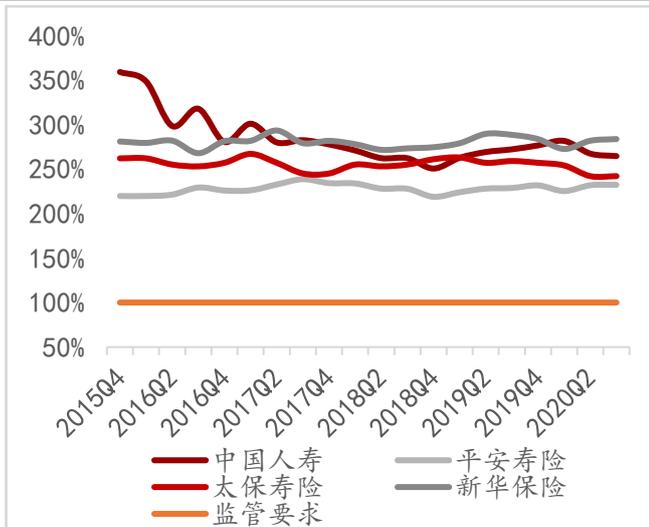
图表 22：近一年行业偿付能力充足率水平



资料来源：中国银保监会，万联证券研究所

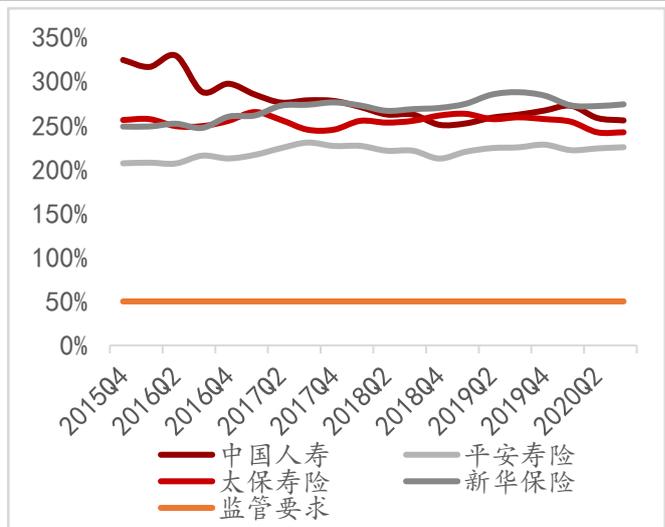
财险偿付能力充足率易下难上。2020年前三季度，财产险公司整体偿付能力水平呈现稳中略降趋势，综合偿付能力充足率分别为288.1%、276.7%和267.6%。主要原因在于赔付率上升，车险综合改革以及政保业务等非车险的开拓消耗资本金、拉高综合成本率。展望2021年，在车险综合改革持续推进和偿二代二期实施的双重压力下，短期内财险公司综合成本率大概率维持在高位，保费收入增速继续放缓，因此我们预计财产险公司偿付能力充足率整体水平或将延续缓慢下行趋势。

图表 23：主要寿险公司综合偿付能力充足率



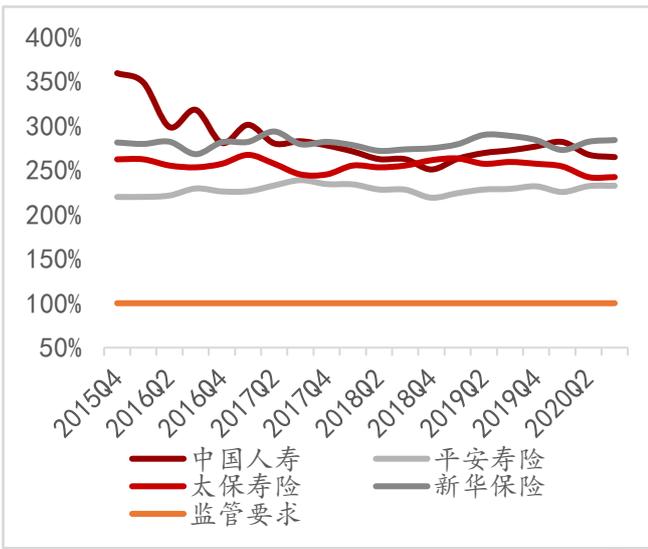
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 24：主要寿险公司核心偿付能力充足率

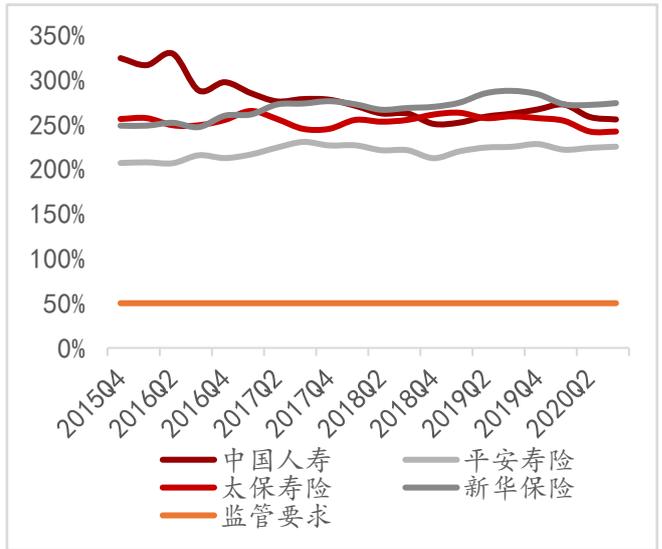


资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 25：主要财产险公司综合偿付能力充足率



图表 26：主要财产险公司核心偿付能力充足率



资料来源：Wind，万联证券研究所

资料来源：Wind，万联证券研究所

5、投资建议

我们预计2021年在资负两端的共同带动下，保险股估值有望走出持续修复行情。开门红销售火爆、人力和产能持续提升、新旧版重疾切换、政策提振等因素将带动保费增速和NBV增速自2021年一季度开始上行；长端利率企稳向上将提高保险资金的投资收益水平；750天移动平均收益率有望出现向上拐点，减少准备金计提金额，促进险企利润的释放。从估值指标（PEV/PB）来看，目前保险股估值仍处于历史中低位。综合考虑当前基本面和估值情况，我们维持保险行业“强于大市”评级，推荐估值处于低位且盈利能力强的上市保险公司。

业务：寿险方面，代理人人力增速及人力产能逐步恢复，险企开门红销售火爆，叠加2020年低基数的因素，预计2021年新单保费增速和新业务价值将均呈现企稳向上的态势。同时，在新旧版重疾切换的最后阶段，多家保险公司推出择优赔付方案，将促使旧版重疾迎来一波销售高峰，从而带动2021年一季度险企业绩增长。财险方面，在车险综合改革的影响下，车险保费收入和盈利情况短期内难以改善，或将继续拖累财险整体表现，非车业务有望在2021年延续快速增长的态势。

投资：利率方面，2021年经济增速有望延续2020年下半年进行持续缓慢修复，10年期国债到期收益率易上难下，保险公司投资收益率大概率稳中有升，在投资端对保险股估值提供有效支撑。同时，长端利率的企稳向上将促使750天移动平均收益率曲线逐步扭转下行趋势，我们预计2021年四季度将出现向上拐点，负债端折现率的上行将直接导致准备金计提金额的减少，从而促进寿险公司利润的释放。

偿付能力：偿二代二期将于2021年正式实施。短期来看，重规模轻价值、投资风格激进的中小型寿险公司偿付能力充足率将明显承压，而经营稳健、负债久期较长的大中型寿险公司无显著影响；对财产险公司而言，在偿二代二期和车险综合改革的交叉影响下，预计2021年财产险公司偿付能力充足率将继续下行。虽然偿二代二期

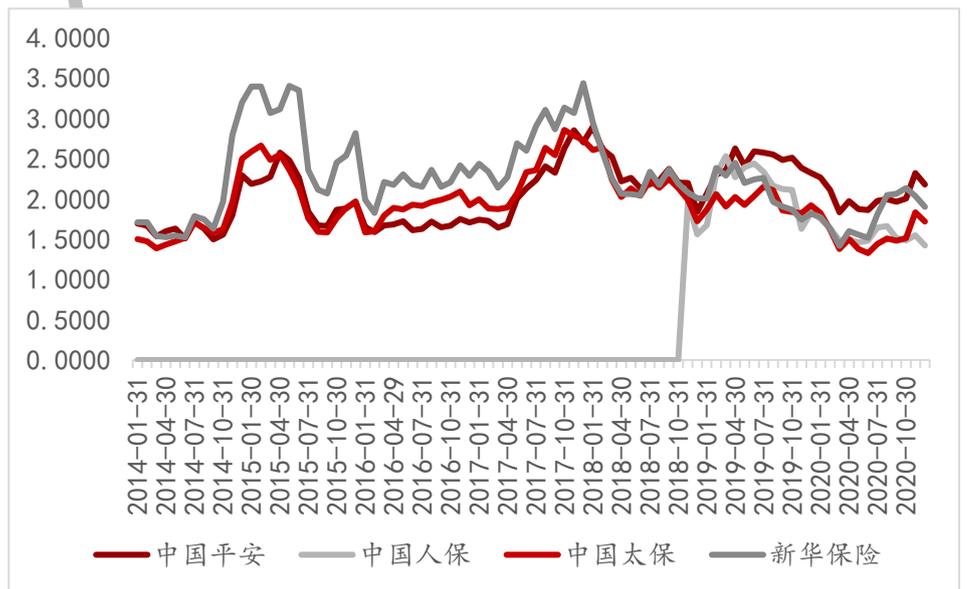
的实施会给部分险企带来短期阵痛，但长期来看，将倒逼保险公司从根本上解决经营问题，促进公司以及全行业高质量发展。

图表 27：2014 年以来主要上市险企静态 PEV 估值水平



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 28：2014 年以来主要上市险企静态 PB 估值水平



资料来源：Wind，万联证券研究所

6、风险提示

新业务增长不及预期，新冠疫情影响加剧，长端利率继续下行，系统性风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场