

穿越周期，静待花开

——保险行业2021年春季策略报告

2021年3月8日

 作者 王一峰 郑君怡

 证券研究报告

- 保险行业2021年春季投资观点：**2020年疫情叠加代理人人数下滑，保费整体承压，资产端受利率影响。随着疫情负面冲击减弱叠加经济复苏，2021年险企业绩将在低基数及顺周期下反转。（1）低基数下险企积极备战2021年开门红，保费收入增长可期（2）叠加利率端显著改善并企稳，险企资产端改善，负债端提供向上动力。行业有望从周期股逻辑变为成长逻辑。
- 保险股现阶段为新周期起点，行业具有长逻辑及新增量。**（1）从金融结构顶层设计来看，保险纳入居民资产配置重要性不断提升，财富管理的高端代理人转型模式有望带来新一轮价值提升。（2）我国保险业的发展阶段来看，我国保险业尤其是三四线下沉市场保费深度密度空间较大。百万医疗险及保险行业线上化有望带来新一轮的增量。保险股要突破利率及人口红利周期，实现长远发展，需要持续深化价值及科技转型。**我们认为，保险线上化或将取代传统代理人模式，发展健康和养老领域将助力保险穿越人口红利周期。**
- 2021年保险资产负债端均将实现反转，静待花开。**（1）寿险方面，前期各险企加快推进代理人渠道改革和数字化运营转型，以应对人口红利消失及疫情影响，转型成效有望在2021年初现。（2）财险方面，产险综改倒逼保险公司加快科技创新及应用，提高经营效率，降低成本费率，保费收入和承保利润压力有望逐步释放。

近五年保险板块大幅跑赢指数

从10年窗口期看，保险股自2015年开始大幅跑赢市场指数。

图1：保险板块自2015年后跑赢市场指数



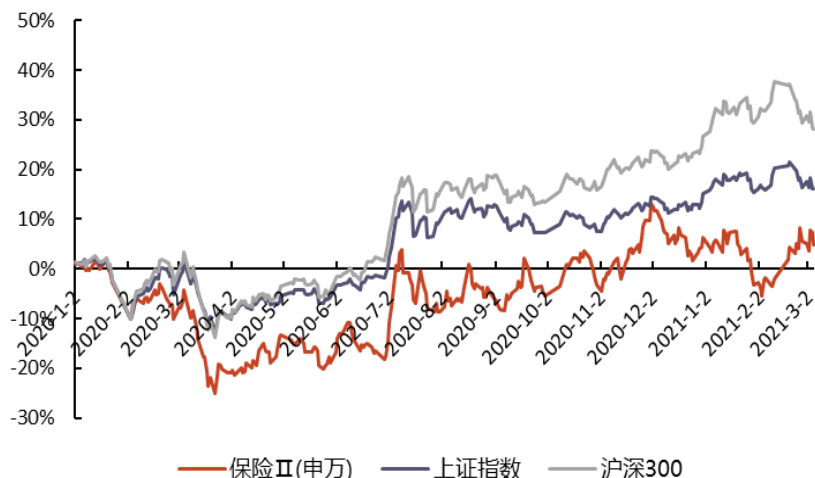
资料来源：Wind，股价截至2021年3月5日

2020年保险板块跑输指数

2020年保险板块业绩分化先扩大又缩小原因：

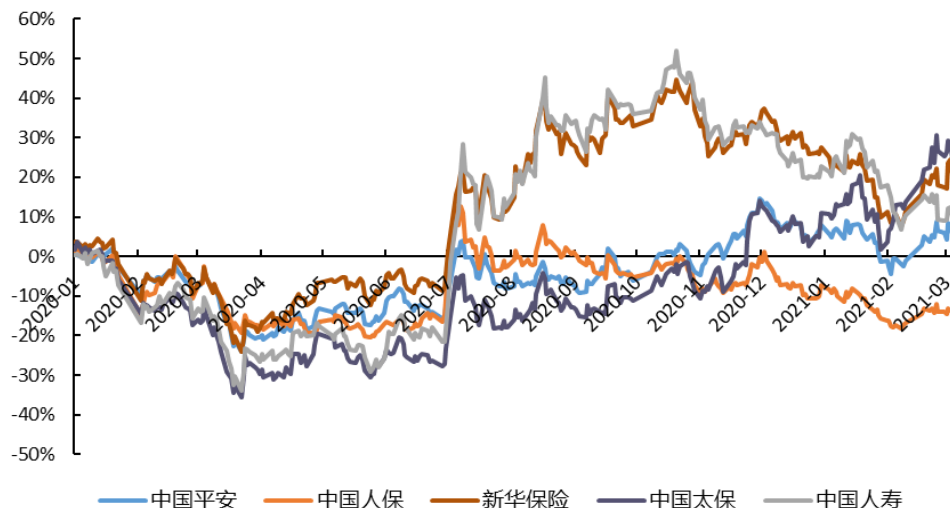
- (1) 负债端：寿险方面，“疫情”带来人均产能下滑叠加险企价值转型导致行业保费收入增速放缓；财险方面，新车销量持续低迷叠加“疫情”影响续期保单，总体增速大幅放缓；
- (2) 投资端：股票市场波动与长端利率下行导致 Q1 投资收益承压，部分险企通过实现浮盈增润；
- (3) 代理人展业活动顺利进行，险企价值转型接近尾声，各险企布局2021年开门红预期向好，经营预期逐渐趋向稳定。

图2：2020年至今申万保险指数走势



资料来源：Wind，股价截至 2021年3月5日

图3：2020年至今各A股上市保险公司股价走势



资料来源：Wind，股价截至 2021年3月5日

分板块近十年CAGR

表1：指数股价走势

年收益率	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	10年累计	11-20CAGR	2021M2
保险II(申万)	-31.2%	26.0%	-12.8%	84.9%	-4.9%	-4.5%	81.8%	-23.2%	48.8%	2.2%	169.4%	10.4%	-2.2%
银行II(申万)	-4.8%	14.5%	-9.2%	63.2%	-1.4%	-4.9%	13.3%	-14.7%	22.9%	-3.2%	74.1%	5.7%	11.2%
券商II(申万)	-31.2%	33.1%	-1.4%	154.4%	-26.2%	-18.9%	-12.2%	-26.1%	46.2%	13.9%	48.3%	4.0%	-10.5%
房地产(申万)	-22.0%	31.7%	-11.9%	65.3%	44.9%	-17.7%	0.8%	-28.8%	22.8%	-10.9%	40.1%	3.4%	0.9%
上证指数	-21.7%	3.2%	-6.7%	52.9%	9.4%	-12.3%	6.6%	-24.6%	22.3%	13.9%	23.7%	2.1%	0.8%
沪深300	-25.0%	7.6%	-7.6%	51.7%	5.6%	-11.3%	21.8%	-25.3%	36.1%	27.2%	66.6%	5.2%	1.0%

资料来源：wind，股价截至 2021年3月5日

表2：个股股价走势

年收益率	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	10年累计	11-20CAGR	2021M2
中国平安	-37.9%	32.7%	-6.7%	82.1%	-2.4%	0.1%	101.5%	-17.5%	55.8%	4.7%	270.7%	14.0%	-2.9%
中国太保	-14.7%	19.1%	-15.8%	78.3%	-9.1%	-0.1%	52.1%	-29.7%	36.7%	5.7%	114.0%	7.9%	12.2%
中国人寿	-15.3%	23.0%	-28.6%	130.7%	-16.2%	-13.2%	27.5%	-31.9%	72.0%	12.2%	109.0%	7.6%	-13.2%
新华保险	-	4.9%	-20.6%	118.1%	5.9%	-15.6%	61.6%	-39.1%	18.1%	20.9%	128.2%	9.6%	-8.0%
中国人保	-	-	-	-	-	-	-	-	41.9%	-11.5%	25.5%	12.0%	-6.5%

资料来源：wind，股价截至 2021年3月5日

保险未来怎么看？增量和长逻辑在哪里？如何穿越人口红利周期？

增量，渠道转型的路径：

(1) **财富管理及养老**——重疾险的配置（相当于变相强制储蓄）、长期年金储蓄型、养老金产品（第三支柱建立，银行存款变长期资本买保险或者基金，但需要与基金公司收益竞争）——**高端代理人（友邦模式）**

(2) **下沉市场及线上化**——百万医疗三四线城市的渗透率还有望提升——**线上化（众安在线模式）**

行业变革：渠道变革、科技赋能

(1) **从供给侧拉动转向需求侧拉动**：过去几十年的粗放式发展增长逻辑在于以**保险公司引导为主，供给侧拉动**。产品行业均不透明，客户维权困难。现在**互联网一体化，增加透明度和保障度，需求侧慢慢源自自发需求**。

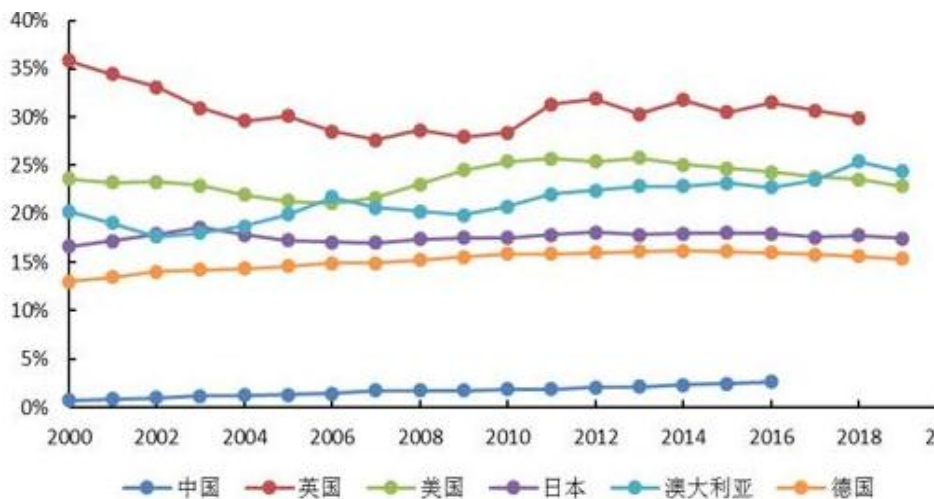
(2) **客户群体特性发生本质改变**：客户群体从60-70后，转变为受互联网影响较大的80-90后。**线上化逐步取代代理人模式是必然趋势**。

增量一：金融结构改变导致居民资产重新分配

权益大时代下，风险收益与权益资产具有差异的保险产品在居民资产配置中占比提升空间大。对比国外我国居民保险资产配置比例有翻倍的提升空间。

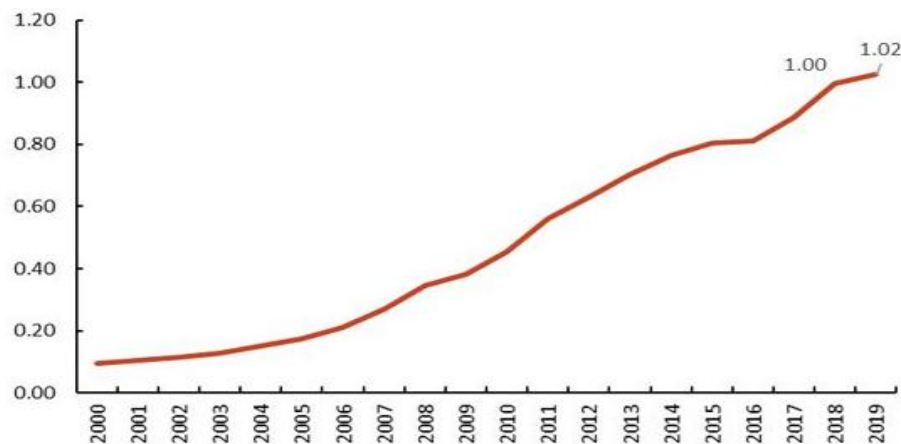
- (1) 房产调控及银行存款往长期资本转移的降杠杆政策下，我国居民资产结构有望从银行存款及房产逐步转向财富管理。养老金个人账户建立提供保险需求增量。
- (2) 国民财富的增多至1万美元（人均GDP1万美元）有利于居民更多地配置保险等金融资产。

图4：居民（及非盈利组织）保险资产占总资产比例



资料来源：Wind，光大证券研究所

图5：2000年-2019年我国人均GDP（万美元）

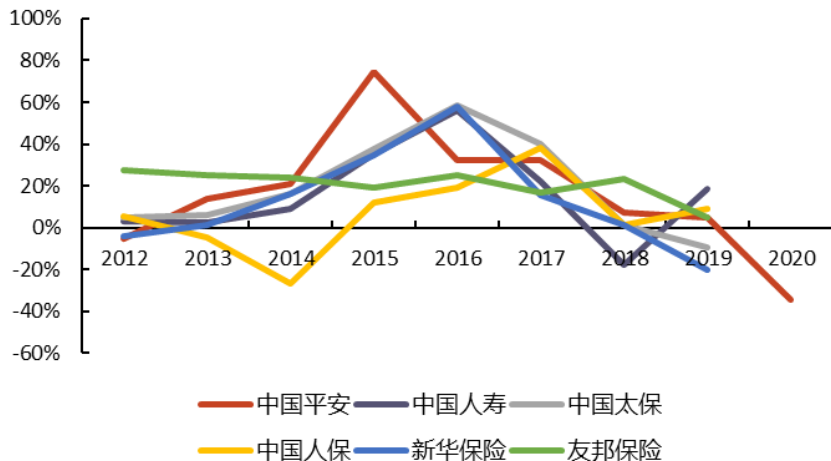


资料来源：Wind，光大证券研究所

如何穿越人口红利周期？

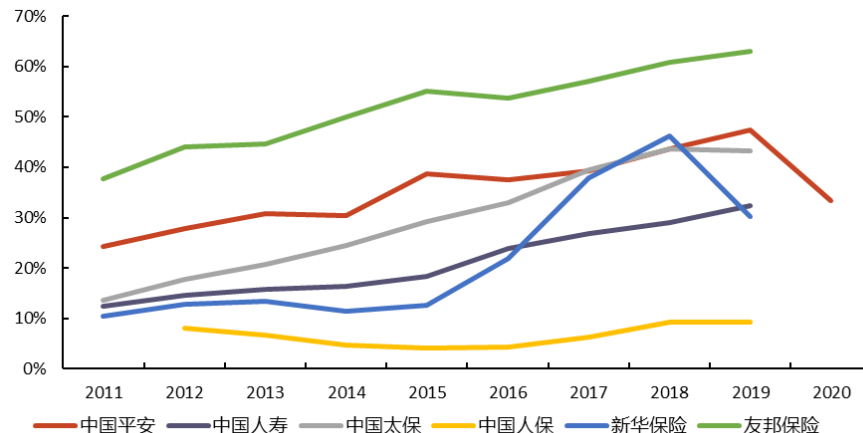
新业务价值增速下滑主要受新单保费下滑影响，人口红利消失：(1) 劳动力成本增加。代理人人均收入不高，平安代理人6500一个月，受到其他行业的冲击；(2) 劳动人口下滑。这块是寿险重疾及医疗险保障的最重要的群体，保障性生活销售受阻。粗放式发展的可持续性受到质疑。

图6：寿险新业务价值增速



资料来源：各公司财报

图7：寿险新业务价值率情况



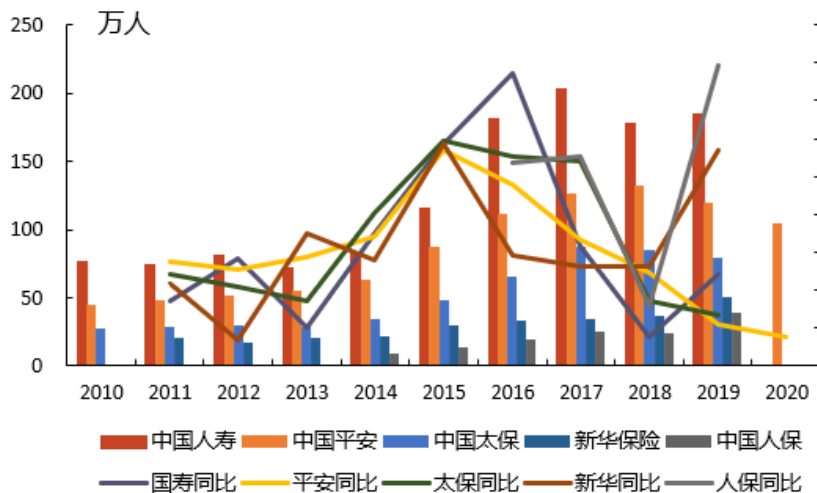
资料来源：各公司财报

如何穿越人口红利周期？

新单保费增速和代理人人数呈正相关。友邦模式核心：（1）穿越周期的十年稳定新单保费增速。（2）稳定的新业务价值率提升。

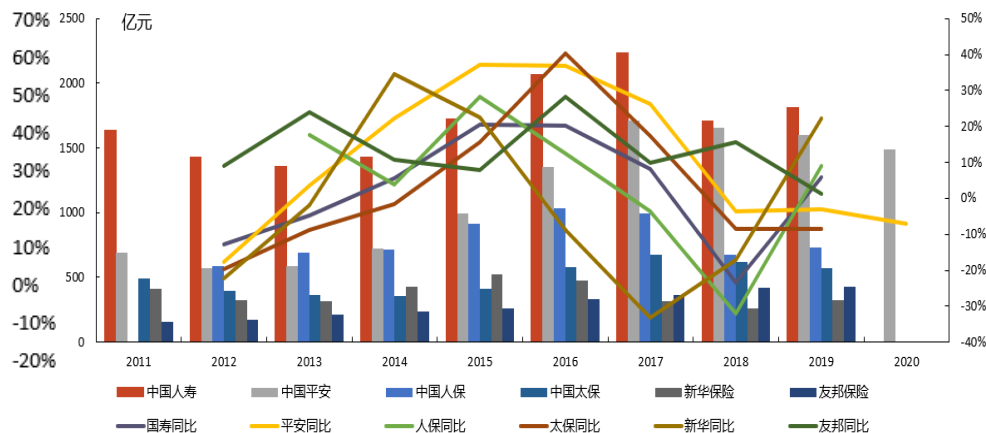
- ◆ 代理人转型的核心，提升人均NBV。保持新单保费稳定的基础上，提升总新业务价值率。
- ◆ 重疾险销售受阻，渗透率已经有所提升下，新产品养老产品等长期储蓄及财富管理是未来方向。

图8：险企代理人规模



资料来源：各公司财报

图9：寿险首年保费情况



资料来源：各公司财报



表3：部分险企寿险改革情况

险企	改革项目	具体内容
中国平安	产品升级：建立差异化产品优势	客户需求导向：提升产品策略前瞻性，满足客户全方位多场景需求，如医疗、养老等。 构建“寿险+”：发挥集团综合金融优势，构建“寿险+”产品体系，提供差异化产品与服务，强化产品竞争力。
	渠道升级：打造高产能、高收入、高素质团队	销售管理：优化基础管理，构建多产品运作能力，丰富销售技能。 队伍管理：优化代理人基本管理办法组织发展路径，实现队伍分群管理。
	全面数据化经营：构建“数字寿险”	数据化经营：对经营预测、有效追踪、及时干预。数据化管理：流程标准化、精细化、自动化、智能化。
中国太保	转型 2.0 的“三个聚焦”	聚焦价值、队伍和赋能，特别是通过对队伍的培训、科技、服务赋能，撬动发展动能的转换。
	打造“三大新动能”	建设“三支关键队伍”，打造“保险+健康+养老”生态圈，强化全流程科技赋能

资料来源：中国平安、中国太保公司官网

表4：友邦保险寿险改革历程

时间	转型计划	主要措施和转型方向
2010-2013 年	第一个五年计划	明确以客户利益为中心的基础上提出“回归保险保障本质”和“回归代理人渠道”两大转型战略
2014-2018 年	“第二个五年计划”	提出了卓越的客户服务计划、推进代理人职业化、聚焦回归保障、O2O 服务战略，以及推进银保合作模式专业化等目标
2018-2022 年	新五年计划	提出以“客户引领的业务革新”为中心，大力投入“卓越人才与组织能力建设”以及“科技驱动领先优势”，着力发展“代理人渠道优质增员”、“代理人渠道 3.0 转型”和“卓越多元渠道”三大业务策略

数据来源：友邦保险公司官网

增量二：寿险健康险深度提升空间大，核心在三线城市

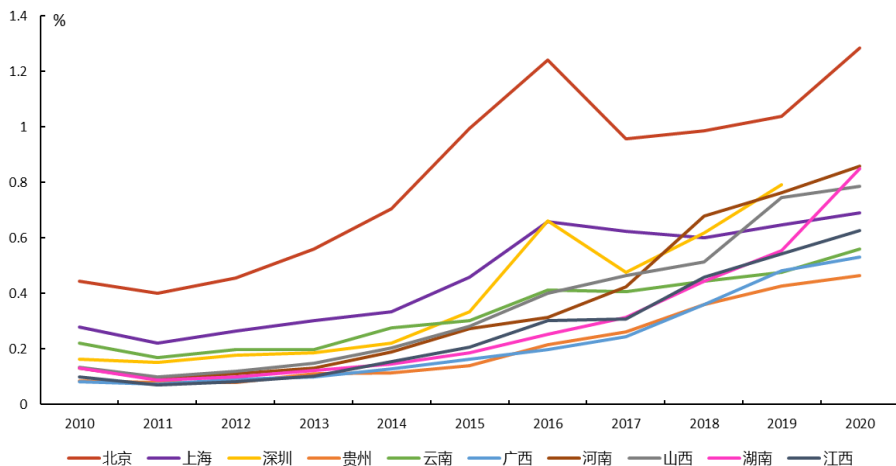


光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

如何穿越人口红利周期？

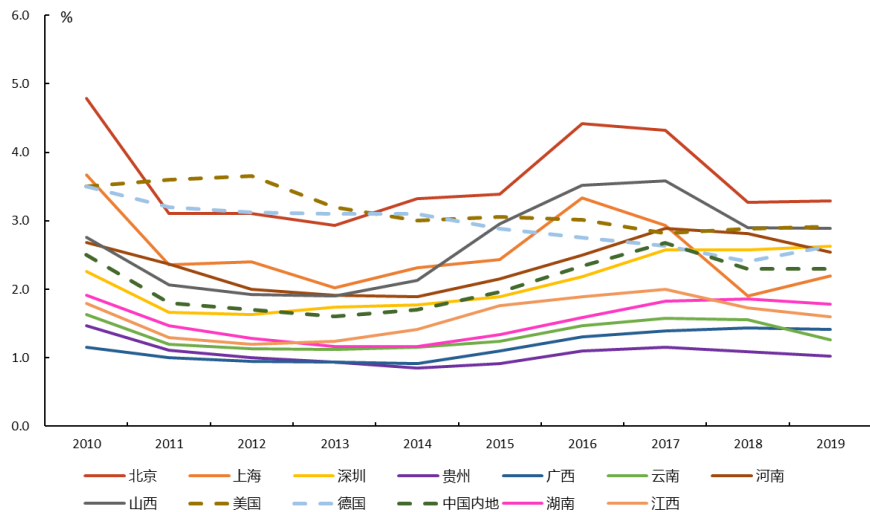
百万医疗的渗透率有望提升，核心在三四线城市，低保费高保额吸引力大。近三年健康险有望保持30%+增速，百万医疗险占比有望提升。

图10：不同地区健康险深度对比



资料来源：银保监会，光大证券研究所整理

图11：不同地区寿险深度对比



资料来源：银保监会，光大证券研究所整理

科技赋能

寿险：提高代理人渠道的产能，科技手段优化销售模式

产险：商车费改下，不得不倒逼公司差异化服务及定价，数据优势及科技手段较好的公司在赔付率上升的情况下能较好的控制费用率

健康险：给付型产品科技赋能空间有限，科技主要在于报销型产品端。重疾险为科技赋能有限，是个传统比较透明的产品，和寿险类似；未来核心在于百万医疗的大众渗透率的提升和总赔付端及费用端的控制。

互联网+医疗闭环企业相对来说长期空间大，核心在于（1）流量；（2）后端数据及医疗资源服务短期内利用第三方平台优势，在长期内打造更稳定地自营平台渠道。

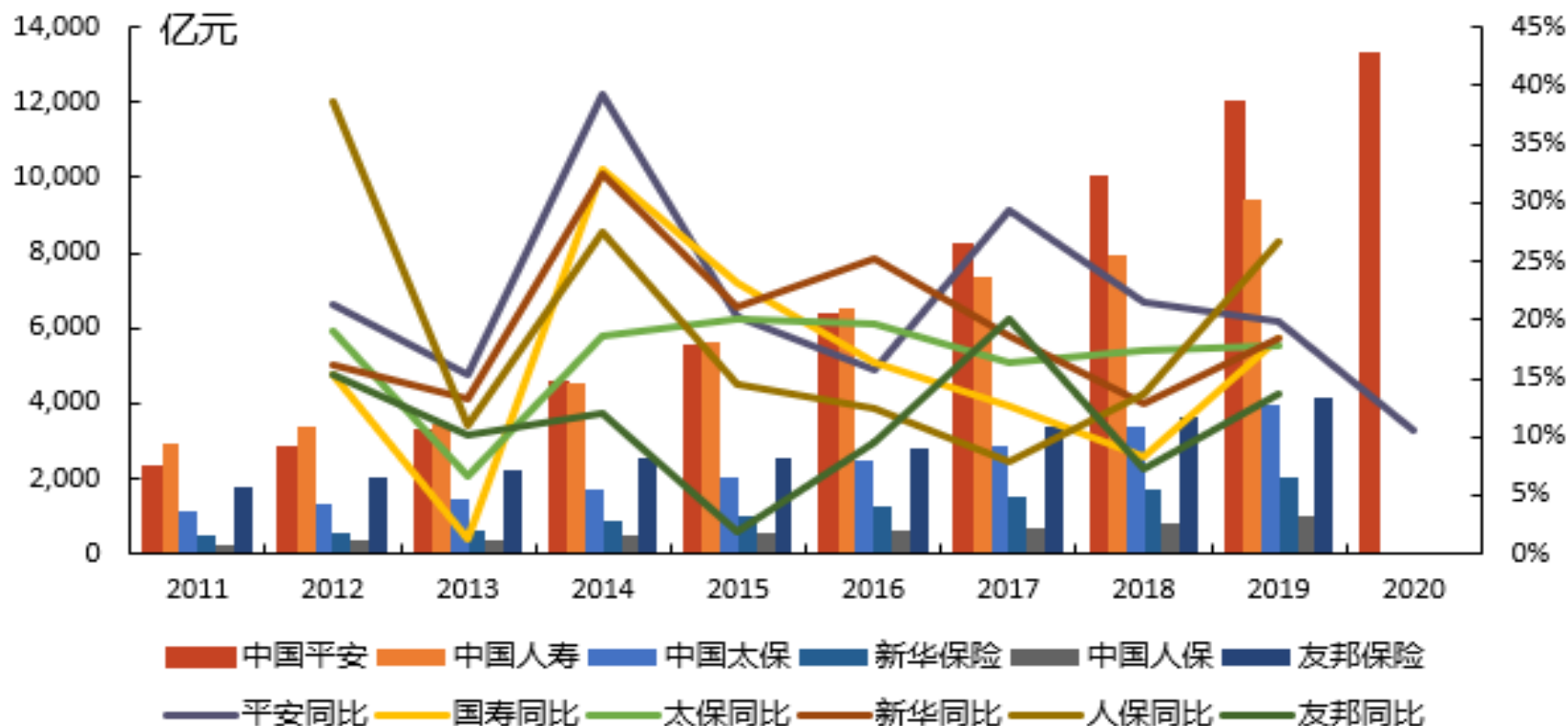
- 短期：第三方网络平台可以减少渠道自建成本，享受第三方平台拥有的丰富的用户场景以其强大的客户触达能力，是目前互联网保险销售的主渠道。
- 长期：自营平台的建设是险企掌握客户资源，提高议价能力，获取长期稳定保费收入的关键。

依赖于新业务价值增长的内含价值增长是保险股 股价提升的核心



- (1) 内含价值稳定增长保证内生收益率较高水平。
 - (2) 保险股股价基本和内含价值增长一致。
- 内含价值增长基本和新业务价值增长同向。
- (3) 新业务价值稳定增长是信任保险股估值的核心。

图12: 各险企内含价值对比



资料来源: 各公司财报

请务必参阅正文之后的重要声明



穿越利率周期，承保投资双轮驱动

短周期内，利率与保险股保持密切联系。

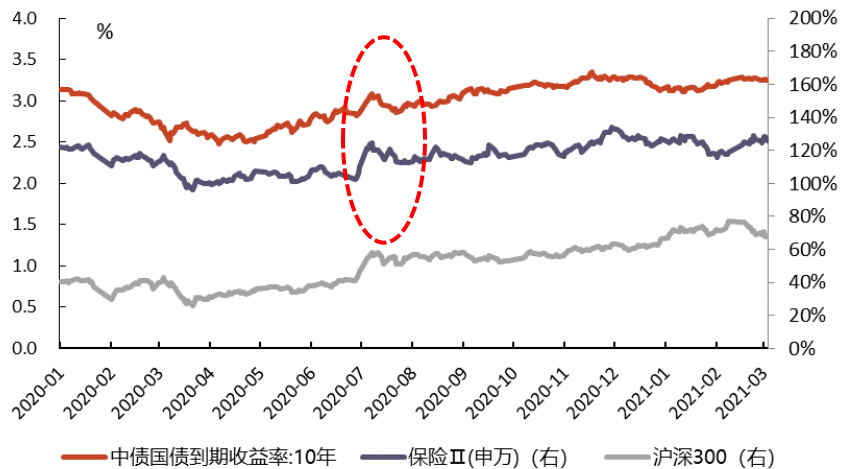
- 从10年窗口期看，利率和保险股走势之间的关联性较弱。
- 2020年疫情特殊时期，保险股与利率的走势表现出了较强的相关性。

图13：2010年以来长端利率及保险股走势



资料来源：Wind，股价截至2021年3月5日

图14：2020年长端利率及保险股走势



资料来源：Wind，股价截至2021年3月5日

负债端：竞争下差异化服务及用户粘性是核心

(1) 负债端差异化服务、品牌效应增加用户粘性突破瓶颈。未来重疾险（疾病发生率在变，价格过于昂贵，新业务价值率高，过去一直是保险公司最重要的保障型产品利源）、百万医疗（或面临竞争，类似车险）、车险（商车费改）

(2) 长险线上化是可以期待的。在赔付率不变的情况下，渠道费用率等成本的控制成为核心。长险等高价值保单

(3) 长周期下，通过个性化差异化服务提升客户粘性是核心。

表5：各险企重疾险产品

保险公司	新华保险	新华保险	中国人寿	中国太保	中国平安	人保寿险	友邦人寿
重疾险名称	健康无忧C6	多倍保障超越版	国寿福盛典版A款	金典人生	平安福2021	无忧人生2021	友如意顺心版全能保
投保年龄	0-60周岁	18-50周岁（女性55岁）	18-50岁	18-65岁	18-55岁	0-65岁	18-55岁
交费期限	5/10/15/20/30年	5/10/15/20年	19/29年	趸/5/9/14/19年	10/15/20/30年	5/10/15/19/20/29/30年交	10/20/30年交
等待期	180天	90天	180天	180天	90天	180天	90天
产品特点	少儿和成人特定重疾额外保障	15种特定疾病额外赔50% 癌症间隔3年再赔保额	重疾额外赔，可选责任丰富	特定重疾双倍赔付，有癌症单独赔多次，间隔三年，前症保障	可附加脑中风、心肌梗塞等	可选附加两全保险	重疾多次赔和恶性肿瘤二次赔
保费测算 (30岁男性，30万保额，保终身)	20年交：9060元/年	20年交：11610元/年	基本责任19年交：9581元/年	19年交：8970元/年	20年交：8988元/年附加癌症 多次赔：10842元 30年交：6870元/年	30年交：7290元/年	A计划20年交：7440元/年
与20年保费比较（30岁男性，30万保额，保终身）	20年交：9000元/年 (健康无忧C5)	20年交：10400元/年 (多倍保成人版)	19年交：9237元/年 (国寿福庆典版)	20年交：9330元/年 (金福双禄)	30年交：7543元/年 (平安福2020)	30年交：7050元/年 (无忧人生2020)	
价格变化	0.67%	11.63%	3.72%	-3.86%	-8.92%	3.40%	

资料来源：各公司官网

(1) 资产端长端利率影响因素很多，但除却短期波动，长期呈下滑趋势但是缓慢的，短期不必过于担忧：增配高股息股票缓解部分影响，但会受到个股公司股息影响（汇丰不派息）；非标面临信用风险；

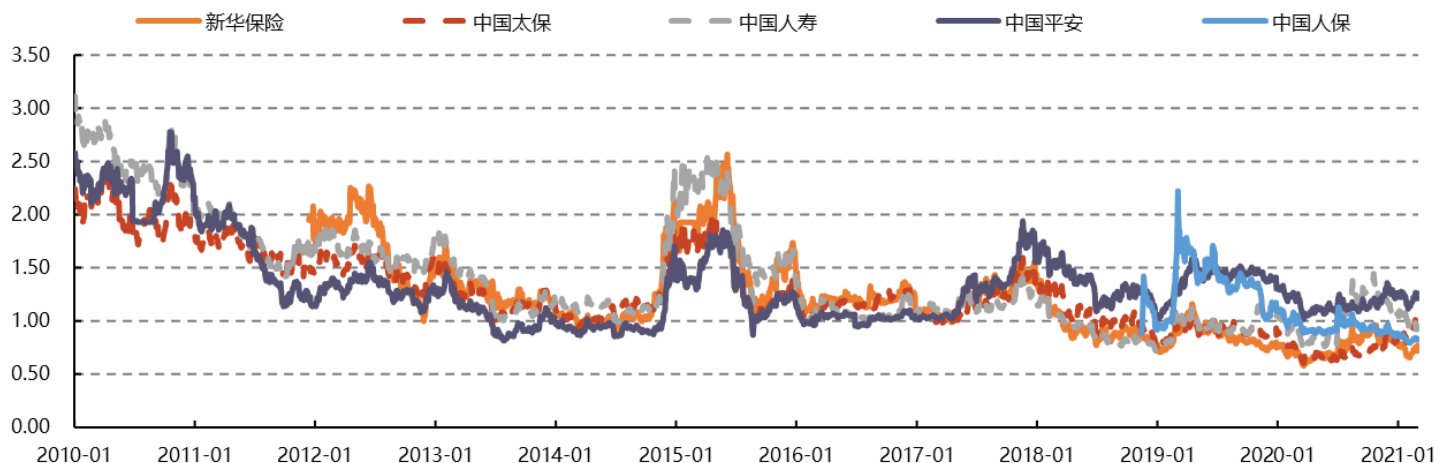
(2) 资产端黑匣子存在问题的可能性是优的，但基本上都是短期摊销一次性结清，或长期摊销每年金额不大。短期影响市场情绪，长期仍看整体资产稳定性。

(3) 新保险合同准则推动险企资产负债管理的优化，资产端更注重和负债端共振，对险企的影响需要资产负债同时匹配。新保险合同会计准则下，资产端和负债端价值波动将大大加剧。

- 资产端：金融工具准则扩大了公允价值的计量范围，增加了预期信用损失对财务业绩的影响，削弱了险企对浮盈浮亏进账面损益的控制，财务业绩的波动性增加。
- 负债端：保险合同准则强调权责发生制，折现率由750天移动平均修改为当期折现率，波动更大，负债波动性的增加导致盈利波动加剧。

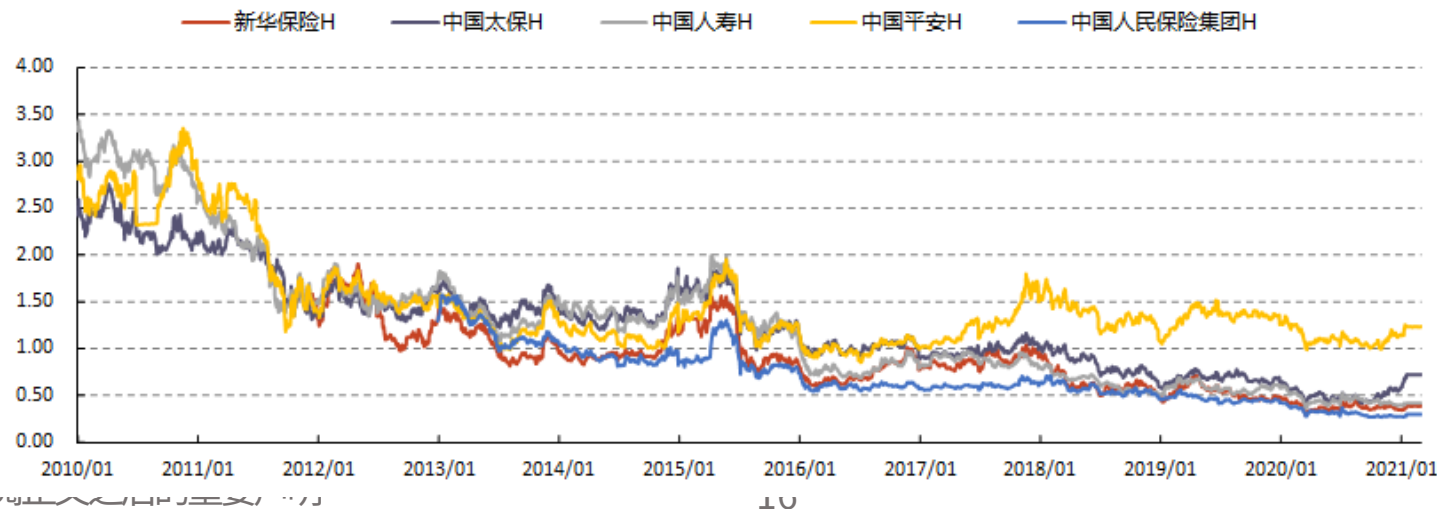
估值中枢及比较

图15: 上市A股险企PEV（静态）估值比较



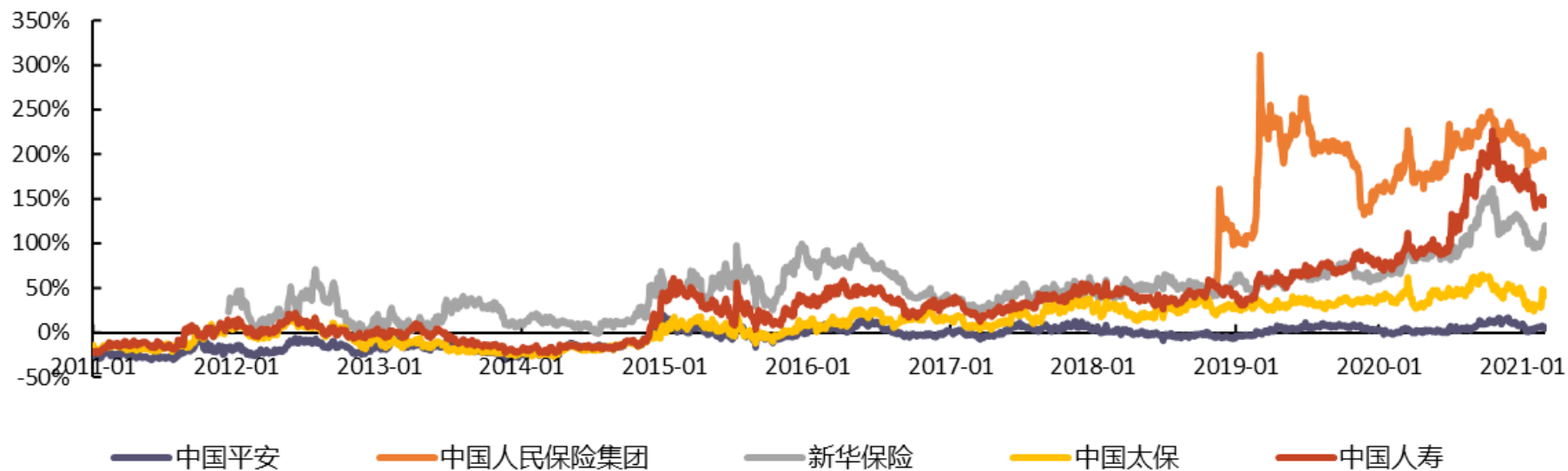
资料来源: Wind, 截至2021年3月5日

图16: 主要上市H股险企PEV（静态）估值比较





资料来源: Wind, 截至2021年3月5日

图17：近十年各上市险企 A/H溢价



资料来源：Wind，截至2021年3月5日

-  **疫情短期影响保险业经营。**受疫情影响，2020年保险业整体业绩呈现先下滑后恢复趋势。（1）寿险方面，在人口红利见顶、险企转型背景下，代理人规模收缩，新单保费承压。（2）产险方面，疫情叠加车险综合改革，综合成本率先降后升，承保利润受到挤压。（3）投资端受利率及经济影响，投资收益下滑。
-  短期来看，疫情虽然对保险公司全年保费收入增长都带来了显著的负面影响，但长期来看，“疫情”刺激了健康险及养老险需求，加快了保险线上化进程，推动了整个保险行业的发展。面对人口红利消失、利率下行等现实挑战，险企积极调整发展战略，通过转型改革、调整资产配置以降低周期对经营的不利影响。整体来看，保险行业在过去一年虽然承受较大转型及业绩压力，**但随着险企转型的落地，2021年开门红帷幕逐渐拉开，保险业有望在2021年年初各项业绩指标恢复甚至超过疫情前水平，叠加健康养老及互联网保险市场尚有待开发，保险的长期价值具有较大的提升潜力。**



展望未来，保险股投资关注两条主线：（1）渠道转型（2）科技赋能。

投资建议：短期推荐股息率较高且估值较低，寿险转型不断深化，积极布局“保险+健康+养老”产业的中国太保(601601.SH/2601.HK)；较早布局金融科技领域且内含价值最为稳健，转型即将收官的中国平安(601318.SH/2318.HK)；若利率上行则弹性最大、财富管理箭在弦上的新华保险(601336.SH/1336.HK)。长期推荐保险线上化走在前端，打造保险医疗生态圈并积极探索保险科技创新应用的众安在线(6060.HK)；聚焦高端市场，代理人业务质量较高，新业务价值占内含价值营运利润比重逐年提升，长期内含价值回报率有望稳步提高的友邦保险(1299.HK)。建议关注长期ROE保持稳定10%+，股息率高的中国财险，及利率上行下最敏感标的中国人寿。

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元/港币)	EPS (元/美元 (友邦))			PEV 或 PE (众安在线)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
601601.SH	中国太保	43.08	3.06	2.65	3.93	0.99	0.86	0.75	买入
601318.SH	中国平安	84.50	8.17	8.10	8.20	1.29	1.16	1.02	买入
601336.SH	新华保险	53.33	4.67	4.24	5.79	0.81	0.72	0.64	买入
2601.HK	中国太保	36.50	3.06	2.65	3.93	0.70	0.61	0.53	买入
2318.HK	中国平安	96.65	8.17	8.10	8.20	1.23	1.11	0.97	买入
1299.HK	友邦保险	98.10	0.55	0.38	0.52	2.47	2.27	2.06	买入
6060.HK	众安在线	49.25	-0.31	0.16	0.84	-	260.8	49.2	买入
1336.HK	新华保险	29.90	4.67	4.24	5.79	0.38	0.34	0.30	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-03-05（汇率1HKD=0.8345RMB，1USD=6.4768RMB）；中国平安20年EPS为实际值

(1) **保费收入不及预期。**寿险改革成效在短期内难以显现，车险综合改革对车险保费收入减缓保费收入增长，承保利润减少，非车险增长乏力等，导致公司总体保费收入不及预期。

(2) **疫情大范围内反复。**疫情短期内出现区域性反复，控制不力或将导致大面积反复，影响代理人展业活动，对NBV增长不利。

(3) **疫情对居民保险和健康意识的影响不及预期。**若疫情未激发人们的保障意识，反而降低人均可支配收入，导致消费投资下滑大于预期，将显著影响保险行业经营。

(4) **利率下行超预期。**在货币政策宽松的预期下，市场利率下行加剧，影响保险资金投资端新增资产净投资收益，从而对税前利润及ROE产生不利影响。

(5) **监管部门的政策变动。**监管部门对保险行业的从严监管或其他政策变动将影响行业竞争及长期发展格局，利好政策推行不及预期也将影响行业改革转型节奏。

(6) **管理层变更。**管理层更替可能带来公司发展方向、盈利模式的变化，增加经营风险。

衷心 感谢

光大证券研究所



非银金融研究团队

王一峰

🔗 执业证书编号：S0930519050002

☎ 电话：010-5842066

✉ 邮件：wangyf@ebscn.com

郑君怡

☎ 电话：010-58278023

✉ 邮件：zhengjy@ebscn.com

万得资讯

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。