



Research and
Development Center

利率带动估值修复，长期仍看健康养老

非银行金融行业

2021年3月14日

证券研究报告

行业研究

投资策略报告

行业名称 保险行业

投资评级 看好

上次评级 看好

王筋朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: +86 (010) 83326877

邮箱: Wangfangzhao@cindasc.com

朱丁宁 研究助理

邮箱: zhudingning@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

利率带动估值修复，长期仍看健康养老

2021年3月14日

本期内容提要:

- **近期保险股上涨动力来自通胀预期升温。**寿险以利差为主的盈利模式使得利率变动对其影响显著，通胀预期上升对保险利润、EV、偿付能力均构成正面影响。利润方面，资产端来看，利率上行初期，到期或新增资产投资收益率上行而负债端较为刚性，体现在利差走阔。而负债端随利率上行准备金计提规模下降，利润得以释放。EV方面，根据EV=调整后净资产和有效业务价值，利率上行通过影响可供出售金融资产和交易性金融资产公允价值影响调整后净资产，而以摊余成本计量的持有至到期资产占比为67%，受利率上行影响有限。我们测算利率上行50bp对调整后净资产影响为-1.5%~-3%。若考虑持有至到期资产价值波动影响，对调整后净资产影响为-3%~-8%。再结合有效业务价值变动对EV影响，利率上行50bp对平安、国寿、太保、新华EV影响分别为0.2%、5.6%、4.6%、5.7%。偿付能力方面，根据偿二代监管体系，偿付能力充足率=(认可资产-认可负债)/最低资本，因保险产品负债端久期长于资产端久期，且寿险传统准备金规模大于交易类债券规模，因此当利率上行时，负债端准备金折现率上升导致负债下降的幅度会大于资产下降的幅度，因此实际资本将上升，偿付能力将有所提升。
- **长期看好健康险和养老险的发展。**13年费改以来的重疾红利逐渐消退，渠道为王的时代已过，未来重疾险将恢复正常增长。而健康险的渗透率的不足以及政策2万亿的托底将通过医疗险的大力发展来追赶。考虑到基本医疗保障需求不足，医保支出压力加大，居民自付比例仍然较高，商业健康险赔付支出有限，以及老龄化加剧带来的医疗需求提升，医疗险尤其是百万医疗险仍有较大增长空间。除医疗险外，商业养老险也是长期发展方向。老龄化加剧、抚养比增加、财政支出压力激增、企业年金覆盖面较窄、投资端入市规模较小、税延养老险减税力度不大等一系列问题为商业养老险发展提供了动力。近期监管频频发声加快第三支柱建设，建立以账户制为基础、个人自愿参加、国家财政从税收上给予支持，资金形成市场化投资运营的个人养老金制度。
- **险企加快大健康和大养老布局。**险企通过加快“医养结合”布局健康养老产业，构建“保险+健康+养老”生态，将保险服务从低频的住院报销向高频的健康管理和养老生态演变，提升用户对品牌的粘性，反哺保险主业的发展。健康管理方面，平安、太保、友邦布局较为全面，结合健康险客户提供涵盖上游疾病预防和管理、和下游就医绿通等全面医疗健康服务。整体来看，我国健康管理服务仍然不足。医疗险以事后报销的产品形态为主，缺乏管理式医疗对疾病费用支出的有效管控。重疾险也缺乏预防为主的事前防控，更多以就医绿通服务为主。养老社区方面，国内多家保险公司已相继布局轻重资产相结合的养老产业，以泰康、太保等较为出众。另外，养老社区投资符合保险资金长期特

点，有助于资产负债匹配。

- **投资评级:** 我们预计上市险企 2021E NBV 均有望超过 15%(除国寿), EV 均有望实现 13%-15%的增长。当前股价对应的国寿、平安、太保、新华 2021E PEV 分别为 0.73x、1.01x、0.77x、0.61x。随着通胀预期的进一步抬升,我们预计十年期国债收益率有望达到 3.5%。我们推荐公司治理结构完善,人力质态有望触底回升,同时引领大健康、大养老布局的中国太保。
- **风险因素:** 利率大幅下行;经济恢复不及预期;股市大幅波动;新业务价值增长不及预期;养老金发展进程缓慢

目 录

引言	6
一、历史复盘保险股	6
二、利率上行对保险的影响	7
(一) 投资端：影响再投资收益率和账面净资产	8
(二) 影响负债端准备金计提	9
(三) 对内含价值影响——整体偏正向	10
(四) 对偿付能力影响	11
三、负债端：重疾红利减退，未来医疗和养老有望加速发展	11
(一) 短期逻辑——边际回暖	11
(二) 中长期逻辑——医疗和养老将成为重点发力方向	12
四、险企加大健康管理和养老服务布局	25
(一) 健康管理	25
(二) 养老社区	27
五、投资建议	28
风险因素	29

表 目 录

表 1: 利率变动对保险公司的影响	7
表 2: 保险资产债券投资以持有至到期资产为主 (亿元)	8
表 3: 利率+50bp 对净资产的影响 (亿元)	9
表 4: 准备金折现率变动对四家税前利润的影响	9
表 5: 市场价值调整对 EV 影响测算	10
表 6: 利率变动对 EV 的影响 (亿元)	11
表 7: 中国健康险人均件数和件均保费均较低	13
表 8: 平安福迭代升级	15
表 9: 重疾险规模测算	16
表 10: 商业健康险发展模式国际比较	17
表 11: 医疗险规模测算	20
表 12: 2019 年中美三支柱对比	22
表 13: 商业养老保险相关政策	24
表 14: 专属养老保险产品试点推出	25
表 15: 险企健康管理服务	26
表 16: 太保蓝本 2021	26
表 17: 各险企养老产业布局	27
表 18: NBV 和 EV 预测	29
表 19: 同业比较	29

图 目 录

图 1: 美国长端利率上行 (%)	6
图 2: 美国通胀预期回升 (%)	6
图 3: 中国国债收益率	6
图 4: 保险指数对十年期国债收益率曲线	7
图 5: 保险 PEV vs 十年期国债收益率	7
图 6: 中国人寿利差占比较高	8
图 7: 750 天移动平均线变动对税前利润的影响	9
图 8: 750 天移动平均曲线变动	9
图 9: 投资收益率变动 50bp 对 EV 的敏感性	11
图 10: 投资收益率变动 50bp 对 NBV 的敏感性	11

图 11: 万能账户结算利率 vs 理财产品收益率	12
图 12: 中国居民金融资产配置结构	12
图 13: 平安个险前 2 月新单保费增速	12
图 14: 上市险企前 2 月原保费增速	12
图 15: 寿险保费深度和密度较低 (2019)	13
图 16: 我国医疗险仍以低端医疗为主	13
图 17: 代理人规模增速放缓	14
图 18: 我国代理人/城镇人口	14
图 19: 健康险保费 (万元) 及增速	14
图 20: 重疾产品年交保费 (30 岁男, 20 年, 20 万保额)	15
图 21: 我国健康险结构	16
图 22: 医疗通胀	17
图 23: 我国医疗费用个人支出占比较高 (2014)	18
图 24: 基本医疗保险基金支出较快 (亿元)	18
图 25: 商业健康险赔付支出较低	18
图 26: 百万医疗险规模 (亿元)	19
图 27: 百万医疗险将向非健康人群、中高端市场深耕	19
图 28: 65 岁以上老龄人口比例 (%)	20
图 29: 抚养比上升	20
图 30: 企业职工基本养老保险基金盈余和实际盈余 (亿元)	21
图 31: 基本养老保险基金收入和支出 (亿元)	21
图 32: 基本养老保险基金累计结存放缓	21
图 33: 社会保障基金较少投资权益资产	21
图 34: 社会保障基金区域不平衡 (亿元)	21
图 35: 企业年金覆盖公司数量 (万家) 及占比	21
图 36: 企业年金覆盖人数 (万人) 及占比	22
图 37: IRA 和 DC 配置共同基金占比	23
图 38: DC 计划共同基金投资资产结构	23
图 39: IRA 计划共同基金投资资产结构	23
图 40: 美国传统 IRA 主要来源于转账 (十亿美元)	23
图 41: 友邦健康友行	26
图 42: 众安健康管理模式	27
图 43: 平安医疗健康生态圈	27
图 44: 上市险企滚动 PEV	29

引言

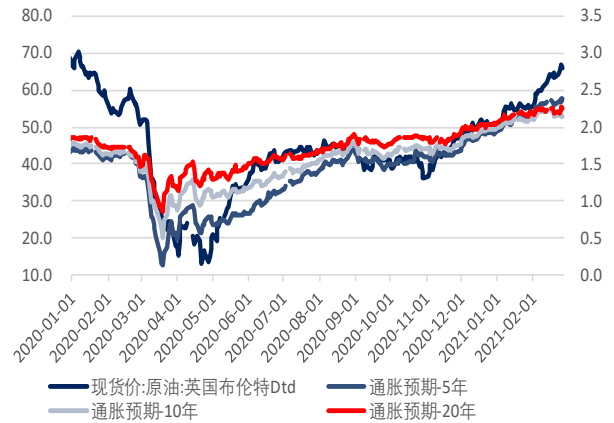
今年以来，在美国经济复苏、通胀预期升温、1.9万亿财政政策刺激落地的背景下，美国十年期国债收益率大幅回升，从年初0.93%提升至1.59%（截止3月8日）。从国内经济来看，疫情后中国经济复苏节奏领先全球主要经济体，2020年GDP增速逐季改善，Q1-Q4分别为-6.8%、3.2%、4.9%、6.5%，全年增速达2.3%，今年以来经济复苏势头仍然延续，且大宗商品价格持续上涨推动PPI上行，中国十年期国债收益率目前已位于3.24%，未来随通胀预期的升温有望继续进一步提升至3.5%附近。在此背景下，我们看到年后保险板块股价强劲回暖，2月1日至3月9日，累计上涨7.02%，其中平安、国寿、太保、新华分别增长6.28%、-8.8%、21.53%、8.65%，并判断此轮行情主要由资产端通胀预期推动。本篇将重点探究通胀对保险股的影响，以及展望2021年保险行业整体发展趋势。

图 1：美国长端利率上行（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：美国通胀预期回升（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：中国国债收益率

国债到期收益率



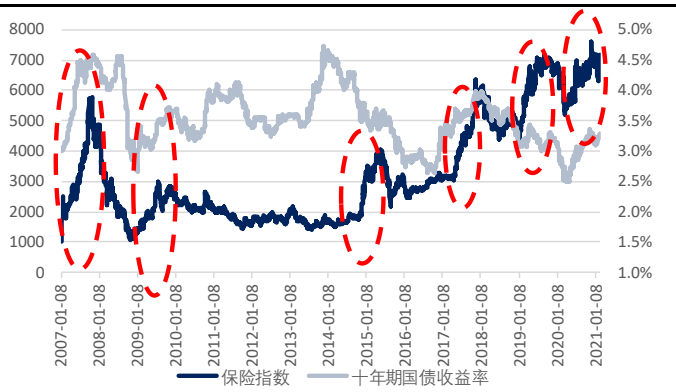
资料来源：Wind，信达证券研发中心

一、历史复盘保险股

我们复盘了 2007 年以来保险股的表现，保险板块总共有 6 次上涨行情，其中仅 2014 年 11 月到 2015 年 5 月板块上涨受权益市场上涨推动，而其余 5 次均和长端利率走势呈现明显正相关。

- 2007.3-2007.10：长端利率从 3% 升至 4.5%，权益牛市，投资端放开；负债端高景气，NBV 超过 20%
- 2008.10-2009.7：长端利率从 2.8% 升至 3.5%，权益牛市；开门红表现超预期

- 2014.11-2015.5: 长端利率维持 3.5%，但处于降息通道，权益牛市；费改背景下开门红大超预期，政策端颁布新国十条，加快商业健康险发展
- 2017.4-2017.11: 长端利率从 3.5% 升至 3.9%，蓝筹牛市；开门红表现亮眼，NBV 增长超 20%，价值率大幅提升
- 2019.1-2019.4: 长端利率底部企稳，从 3% 升至 3.4%，权益市场春季行情；负债端表现疲弱
- 2020.6-2020.12: 长端利率从 2.7% 升至 3.2%，11 月以来顺周期行业权益上涨；负债端表现分化

图 4：保险指数对十年期国债收益率曲线


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：保险 PEV vs 十年期国债收益率


资料来源：Wind，信达证券研发中心

二、利率上行对保险的影响

利率变动对保险影响主要体现在三个方面：

- **投资端：**影响新增和到期资金再投资收益，影响会计利润；影响存量以公允价值计量的金融资产（包括交易性金融资产和可供出售金融资产）公允价值，影响净资产
- **负债端：**准备金计提变化影响会计利润
- **EV：**影响投资偏差进而影响 EV

表 1：利率变动对保险公司的影响

		利率上行	利率下行
利润表	投资端	新增和到期资金的收益率提升	新增和到期资金的收益率下降，但有一定滞后
	负债端：准备金	盈利加速释放，但有一定滞后	计提增加，盈利下降，但有一定滞后
资产负债表	投资端	以公允价值计量的存量金融资产公允价值下降，净资产下行	以公允价值计量的存量金融资产公允价值上升，净资产提升
精算假设	内含价值	正向投资偏差，利好 EV	负向投资偏差，EV 下行
	风险贴现率	上升	下降
	预定利率	上升，但有上限	下降
综合影响		正面	负面

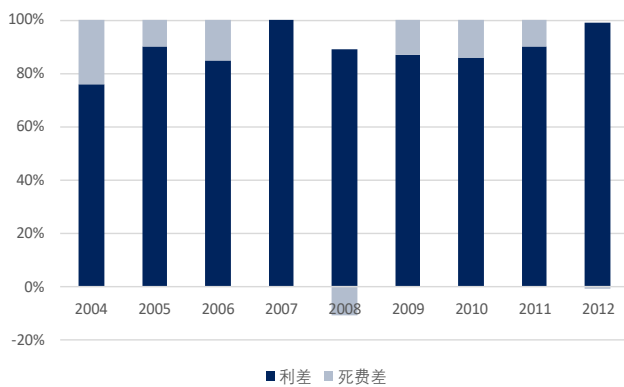
资料来源：信达证券研发中心

（一）投资端：影响再投资收益率和账面净资产

1、利率上行利好新增资产投资收益，利差走阔

我国寿险公司以利差为主。国内寿险费差和死差弹性小，资本市场波动大对股价和财务影响最大的是利差。例如中国人寿 2004-2012 利差占比高达 76%-114%。中国平安利差占比相对较小，而大多数中小险企主要以理财型产品为主，利差占比更大。利差取决于投资收益率和资金成本。在通胀初期保险股最为受益，主要因为保险公司投资久期远低于负债久期，资产端每年新增资产（当年到期资产、票息和红利的再投资，和存量的续期保费）收益会随着利率上行较快反应，同时存量资产收益率不会有变动，因此投资资产收益率将逐步提升，而负债端预定利率在保单发行时期已锁定，短期具备较强的刚性。尽管分红险和万能险的结算利率以及分红水平可调，但调整存在滞后性，一般等利率变动趋势性确立后以及面对市场竞争才会调整。因此利率上行初期，投资资产收益率逐步上升，利差走阔，但投资收益率提升速度慢于市场利率上升的速度。而随着利率上行末期，由于预定利率已上调，同时投资收益率增幅放缓，预计利差或将逐渐走弱。

图 6：中国人寿利差占比较高



资料来源：公司 PPT，信达证券研发中心

2、通胀预期导致可供出售金融资产（AFS）和交易性资产账面价值下降，对调整后净资产影响为-1.5%~-3%

利率上行将通过影响债券价格使得保险公司净资产下跌，进而影响 EV。保险公司持有债券主要有交易性金融资产、可供出售金融资产（AFS）和持有至到期三种形式。市场利率波动会影响 AFS 和交易类固收资产账面价值，资产价格变动和利率变动相反，而持有至到期固收资产、存款、非标等均按摊余成本计量，账面价值不受影响。随着通胀预期的升温，交易类资产账面价值有所下降，将直接反应在利润表中，而配置在 AFS 中的债券的浮盈浮亏不会体现在利润表，而在其他综合收益中体现。

保险资产债券投资以持有至到期资产为主。我们根据四家上市险企的情况分析，险企资产配置大多以持有至到期（HTM）资产为主，四家上市险企 HTM 资产占比 67%，而交易类资产配置占比较小，仅 5.8%。从债券投资占净资产比重来看，交易性、可供出售和持有至到期占净资产的比重分别为 24.3%、113.1%和 280%。

表 2：保险资产债券投资以持有至到期资产为主（亿元）

	债券投资（2019）			占比			占净资产的比重		
	交易性	可供出售	持有至到期	交易性	可供出售	持有至到期	交易性	可供出售	持有至到期
国寿	852	5098	9288	5.6%	33.5%	61.0%	21.1%	126.3%	230.0%
平安	2263	4582	22812	7.6%	15.4%	76.9%	33.6%	68.1%	338.9%
太保	35	3074	2952	0.6%	50.7%	48.7%	2.0%	172.3%	165.5%
新华	99	2399	2462	2.0%	48.4%	49.6%	11.8%	284.1%	291.5%
合计	3249	15153	37514	5.8%	27.1%	67.1%	24.3%	113.1%	280.0%

资料来源：各公司年报，信达证券研发中心；注：我们以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，其他债权投资和债权投资近似替代平安交易性、可供出售和持有至到期债权资产

表 3: 利率+50bp 对净资产的影响 (亿元)

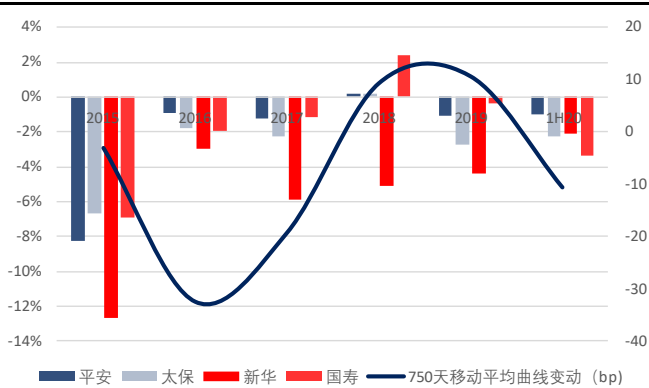
	利率+50bp 对净资产影响 (2019)	占净资产比重	占调整后净资产比重	考虑持有至到期资产价格变动影响	占调整后净资产比重
国寿	-99	-2.4%	-2.0%	-295	-6.1%
平安	-126	-1.9%	-1.8%	-545	-7.7%
太保	-56	-3.1%	-2.7%	-110	-5.3%
新华	-18	-2.2%	-1.5%	-38	-3.1%

资料来源: 各公司年报、信达证券研发中心, 其中利率波动影响平安和太保的交易性金融资产和可供出售金融资产, 而影响国寿和新华的可供出售金融资产

险企债券投资大部分以持有至到期为主, 利率上行对净资产变动影响有限。我们测算利率上行 50bp 对四家上市险企的调整后净资产的影响为-1.5%~3%, 其中平安影响相对较小, 为-1.9%, 而太保影响相对较大, 为-3.1%。若考虑持有至到期资产价格变动影响, 影响范围也仅在-3~-8%。

(二) 影响负债端准备金计提

对负债端而言, 在当前保险合同负债的评估规定下, 传统险准备金折现率与十年期国债 750 天移动平均线和综合溢价挂钩, 而分红险评估折现采用了投资组合中长期投资收益率假设, 每年进行调整, 整体较短期利率波动影响较小, 万能险则体现为保户储金与投资款, 按照账户价值来计量, 不受市场利率影响。利率上行将直接影响传统险责任准备金, 带来准备金的释放, 增厚会计利润。但需要注意的是, 750 天移动平均线较市场利率变动存在一定的滞后, 例如 2016 年 10 月-2017 年 12 月, 尽管市场利率上行超过 120bp, 但 750 天仍处于下行, 拐点于 2017 年 10 月以后才显现。我们保守假设未来十年期国债收益率恒定在 3.26%, 则 750 天移动平均线拐点将于 2022 年中期显现。

图 7: 750 天移动平均线变动对税前利润的影响


资料来源: 各公司年报, 信达证券研发中心

图 8: 750 天移动平均曲线变动


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我们根据历史数据测算了 750 天移动平均线变动对税前利润的影响, 并假设 2021 年 750 天移动平均线变动 +10/20/30bp 对税前利润的影响。2018 年, 随 750 天曲线全年上行 9bp, 准备金少提贡献利润, 国寿、平安、太保、新华税前利润变动分别为 31/30/5/-50 亿元 (新华受重疾发生率恶化影响上调会计估计变更), 占税前利润的比重分别为 22%、2%、2%、-48%。2019 年, 尽管 750 天移动平均线上移, 多家税前利润均为负, 主要因为抬升了疾病发病率假设和退保率假设, 同时也可能下调了溢价假设。从税前利润变动对 750 天曲线变动的敏感性来看, 平安敏感性最小, 其次是太保和国寿, 敏感性最大的是新华。我们根据测算得出四家险企 2021 年税前利润受 750 天变动+10-30bp 敏感性, 其中平安影响较小, 利润上升幅度小于 3%, 太保和新华利润上升幅度为 2%-7%, 国寿变动幅度最大, 3-10%。

表 4: 准备金折现率变动对四家税前利润的影响

	2015	2016	2017	2018	2019	1H20	2021E
750 天移动平均曲线变动 (bp)	-3	-32	-19	9	11	-11	30

平安	-8.3%	-0.9%	-1.2%	0.2%	-1.1%	-1.0%	0.9%	1.8%	2.8%
太保	-6.6%	-1.8%	-2.2%	0.2%	-2.7%	-2.3%	2.2%	4.3%	6.5%
新华	-12.7%	-3.0%	-5.9%	-5.1%	-4.4%	-2.1%	2.0%	4.1%	6.1%
国寿	-6.9%	-1.9%	-1.1%	2.4%	-0.4%	-3.4%	3.2%	6.4%	9.6%

资料来源：各公司年报、信达证券研发中心

（三）对内含价值影响——整体偏正向

利率通过影响投资回报差异、市场价值调整、风险贴现率、预期回报率影响内含价值。

投资偏差：投资回报差异源于实际投资收益率和假设投资收益率之间的差值，投资回报差异预估基准收益假设为5%，短期内因规模较大的存量债券已经对收益进行了提前锁定而不会变动。利率上行推动到期和续期债券再投资收益提升，产生正向投资偏差。但同时投资回报偏差受到权益类资产变动影响较大，权益类资产分母无风险利率增加或压制权益投资收益率，将对冲部分利率相关的投资偏差。

市场价值调整：利率上行使得持有至到期资产市场价值下降，对内含价值贡献产生负面影响。我们根据市场价值调整对期初内含价值的比重，测算该值对十年期国债收益率敏感性。假设2021年十年期国债收益率变动10bp，平安、国寿、太保市场价值调整对EV变动分别为-0.12%、-0.66%、-0.25%，影响相对有限。

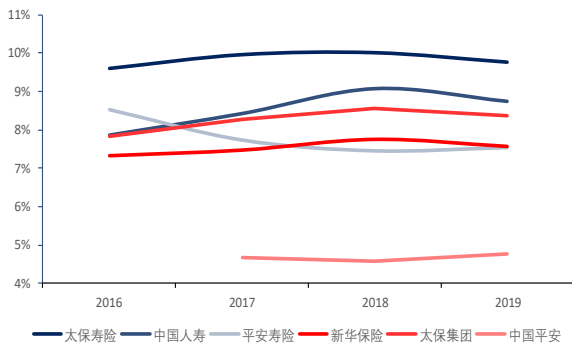
表5：市场价值调整对EV影响测算

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E			
10年期国债收益率变动bp	(92.99)	(80.07)	19.03	86.92	(80.47)	(9.0)	0.64	10	20	30	
市场价值调整对EV影响	中国平安	0.4%	0.3%	-0.3%	-1.5%	1.4%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.3%	-0.4%
	中国人寿	7.1%	3.1%	-2.5%	-1.8%	1.2%	1.1%	0.0%	-0.7%	-1.4%	-1.8%
	中国太保	2.6%	2.2%	-0.9%	-1.9%	1.4%	0.1%	0.0%	-0.2%	-0.5%	-0.6%

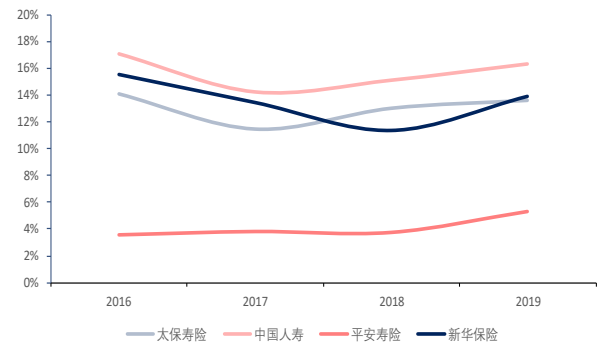
资料来源：各公司年报、信达证券研发中心

风险贴现率和预期回报率：只有当利率上行趋势确定后，保险公司才会调整该假设，风险贴现率或将提升，同时预期回报率假设也将提升，一正一负互为抵消，因此短期内对内含价值影响有限。

综合来看，利率上行对EV形成正面贡献。根据EV=调整后净资产+有效业务价值，首先假设调整后净资产不变，我们测算了四家上市险企的EV对投资收益率敏感性变动，可以看出，2016-2019年投资收益率变动+50bp对平安、平安寿、国寿、太保、太保寿、新华EV影响的均值分别为4.66%、7.82%、8.52%、8.26%、9.85%、7.54%，利率上行对太保寿险的利润敏感性最高。如果仅看2019年，平安、国寿、太保、新华VIF对利率波动敏感性分别为11.7%、17.9%、15.7%、18.9%，而对于调整后净资产的变动，假设考虑了持有至到期投资账面价值的波动，利率上行50bp对国寿、平安、太保、新华调整后净资产的影响分别为-7.7%、-6.1%、-5.3%、-3.1%，综合来看对EV的影响分别为0.2%、5.6%、4.6%、5.7%。

图 9：投资收益率变动 50bp 对 EV 的敏感性


资料来源：各公司年报，信达证券研发中心

图 10：投资收益率变动 50bp 对 NBV 的敏感性


资料来源：各公司年报，信达证券研发中心

表 6：利率变动对 EV 的影响 (亿元)

	利率+50bp 后 VIF	对 VIF 的影响	利率 +50bp 后 NBV	对 NBV 的影响	利率上行 50bp 后 EV (1)	对 EV 影响	考虑表 3 调整后净资产变动	对 EV 影响
国寿	5416	17.9%	682.96	16.4%	10244	8.7%	(295)	5.6%
平安	5471	11.7%	837.62	5.3%	12577	4.8%	(545)	0.2%
太保	2207	15.7%	279.42	13.6%	4253	7.4%	(110)	4.6%
新华	977	18.9%	111.38	13.9%	2206	7.6%	(38)	5.7%

资料来源：各公司年报，信达证券研发中心；(1) 假设调整后净资产不变

(四) 对偿付能力影响

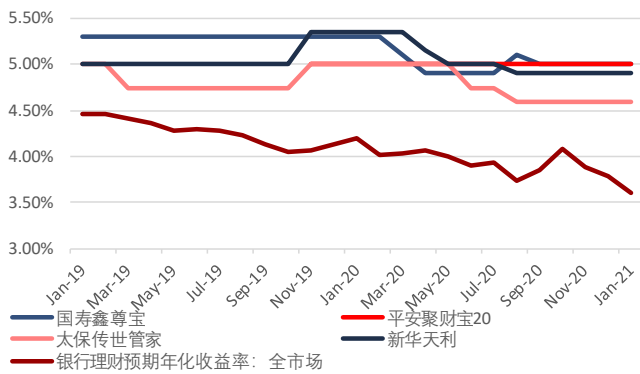
利率上行对偿付能力产生正向影响。准备金是公司最主要负债，因此利率变动对寿险的影响较大程度体现在准备金上。由于利率上升时，保单利率滞后调整，不会立马跟随市场利率上行，而准备金折现率上行将导致负债规模下降，利好偿付能力充足率。根据偿二代监管体系，偿付能力充足率=(认可资产-认可负债)/最低资本，因保险产品负债端久期长于资产端久期，且寿险传统准备金规模大于交易类债券规模，因此当利率上行时，负债端准备金折现率上升导致负债下降的幅度会大于资产下降的幅度，因此实际资本将上升，偿付能力将有所提升。偿付能力还受到资产负债久期影响。资产负债久期较大的险企，当利率上行，其资产规模下降的幅度小于负债规模下降的幅度，对偿付能力产生利好，若资产负债久期较为匹配，则资产规模下降幅度和负债规模下降幅度相当，对偿付能力影响较小。

三、负债端：重疾红利减退，未来医疗和养老有望加速发展

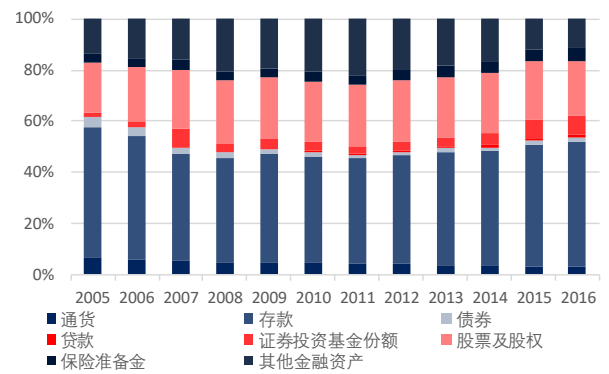
(一) 短期逻辑——边际回暖

负债端恢复较快增长。1) 随着疫情的恢复，居民收入提升，且储蓄意识提升，带来年金险需求提升；2) 利率长期下行趋势下，理财、信托等产品收益率下滑，而保险长久期属性有望锁定较高利率水平。当前万能险结算利率仍然维持在 4.5%-5%；3) 当前信用环境较差，银行理财、信托等资管产品安全性下降，保险占据了较高的信用高地；4) 居民资产向保险转移。在资管新规、互联网金融整治和信用环境较差的背景下，居民资产从地产、理财等转向资产管理行业，对不受刚兑影响的保险、以及净值化发展的公募基金等金融资产配置逐渐提升。2016 年保险配置仅占金融资产的 5%，未来具备较大的配置空间；5) 重疾新定义修订，大型险企重疾产品保障提升，价格下降，吸引力有所提升。

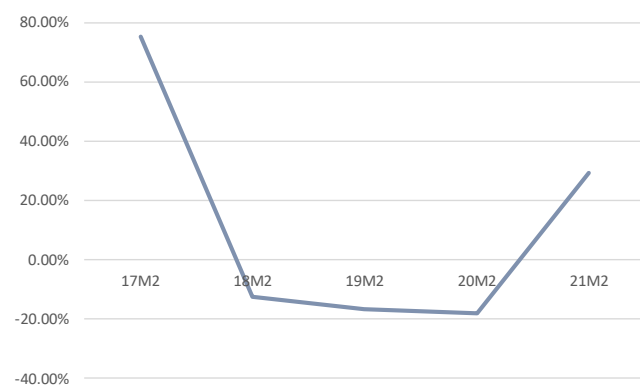
从前 2 月保费数据看，平安新单保费大幅回升，其中 1-2 月平安新单保费增速为 29.5%，较去年同期提升 47.7ppts，拉动原保费收入边际改善。除国寿外，预计三家险企 NBV 均有望实现超过 15% 的增长。

图 11: 万能账户结算利率 vs 理财产品收益率


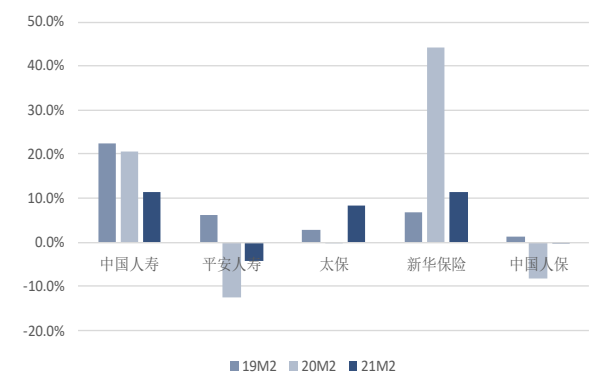
资料来源: 艾瑞咨询, 信达证券研发中心

图 12: 中国居民金融资产配置结构


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13: 平安个险前 2 月新单保费增速


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

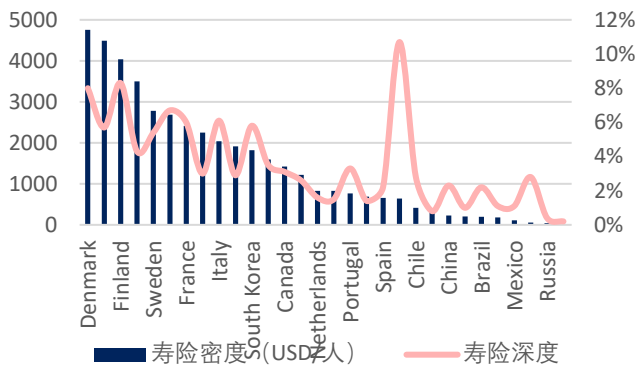
图 14: 上市险企前 2 月原保费增速


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

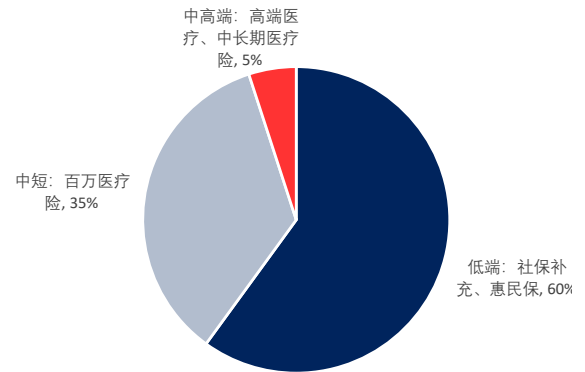
(二) 中长期逻辑——医疗和养老将成为重点发力方向

1、健康险发展空间仍然较大

健康险覆盖率远远不足, 医疗险件均保费和人均件数与海外发达国家差距较大。与海外发达市场相比, 2019 年我国人身险保费深度仅 2.3%, 密度 230 美元, 远低于发达国家水平。人均保单件数仅 0.8 件。商业健康险方面, 根据《2018 中国商业健康保险发展指数报告》, 2018 年商业健康险覆盖率不足 10%, 大部分人群主要通过基本医疗保险和自筹资金来应对自身以及家庭重大疾病费用开支, 而美国 2017 年健康险覆盖率为 67.6%。我们认为健康险与海外的差距主要在于医疗险的覆盖率的不足。我国医疗险以低端医疗险(对社保起到补充作用以及惠民保)为主, 件均保费和人均件数远低于海外发达国家。2020 年医疗险件数 6.3 亿件, 医疗险保费为 2860.4 亿元(医疗险占健康险比重 35%), 人均医疗险件数为 0.45 件, 件均保费为 393 元人民币。而同期美国健康险(以医疗险为主)人均件数 1.2 件, 件均保费 4180.6 亿元人民币。尽管日本健康险人均件数 0.52 件, 和中国相近, 但件均保费 3646 亿元人民币, 远超中国。中国较低的医疗费用以及基本医疗保险对商业医疗险市场的稀释是件均保费较低的主要原因。

图 15: 寿险保费深度和密度较低 (2019)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 16: 我国医疗险仍以低端医疗为主


资料来源: BCG, 信达证券研发中心

表 7: 中国健康险人均件数和件均保费均较低

		中国	美国	日本
人均件数 (件)	健康险	0.59	1.22	0.52
	医疗险	0.45		
	重疾险	0.14		
件均保费 (人民币)	健康险	851	4181	3646
	医疗险	393		
	重疾险	2120		
人均保费 (人民币)	健康险	505	5090	1905
	医疗险	177		
	重疾险	303		

资料来源: ACLI、LIAJ、信达证券研发中心

政策为健康险发展托底。根据银保监会提出的 2025 年商业健康险规模要超过 2 万亿元，意味着 2020-2025 年 CAGR 达 19%，截止 2020 年底仍有 1.18 万亿缺口。

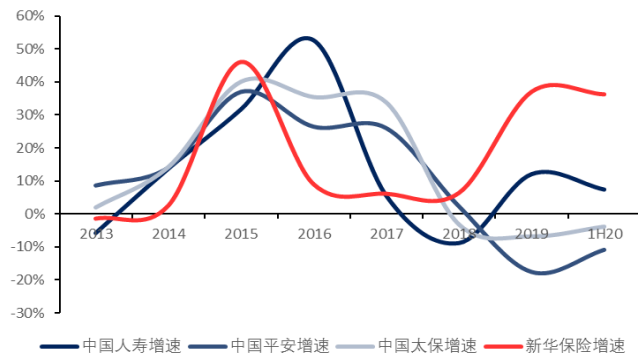
居民健康意识的提升带来较高的健康险需求。尽管近年来因渠道人力下滑重疾险增长有所放缓，但去年以来，受疫情影响，易于在互联网销售的低保费高保额的百万医疗险实现高增。预计 2020 年百万医疗险保费突破 500 亿元，同比+45%，2025 年保费有望突破 2000 亿元，2020-2025 年复合增速 32%。

2、渠道为王时代已过，重疾险增速将回归正常

代理人红利逐步消失，未来将依托产能推动。我国寿险历史上保费增长主要靠规模拉动，但也造成了代理人大进大出、保单质量不高等问题，粗放式增长模式难以为继。近年来在“保险姓保”的引导下，行业开始进行渠道整顿，对代理人队伍进行主动清虚，并提升代理人招募门槛，人力规模出现下滑。2018 年以来平安、国寿、太保、新华代理人总数从 2017 年高点 418 万人降至 2019 年的 408 万人，其中平安和太保降幅较为明显，分别为-15.8% 和-9.6%。此外，险企加大代理人转型力度，优化代理人基本法，以产能扩张驱动保费增长，同时通过加大科技赋能提升展业和获客效率。太保转型 2.0 提出三支关键队伍，即核心人力、顶尖绩优和新生代三支关键队伍，对队伍精细化管理，推动队伍结构不断优化，以提升代理人产能及留存。同时推出新版活力基本法，激励机制向绩优人力靠拢，压缩间接增员层级，提升绩优规模。平安致力于打造高产能、高收入和高素质团队，优化代理人基本法，实现队伍（新人、绩优和主管）分层管理。新版基本法将利益向一线销售人员倾斜，通过优增和留存、鼓励绩优提升产能、鼓励以优增优，来提升代理人活动率。

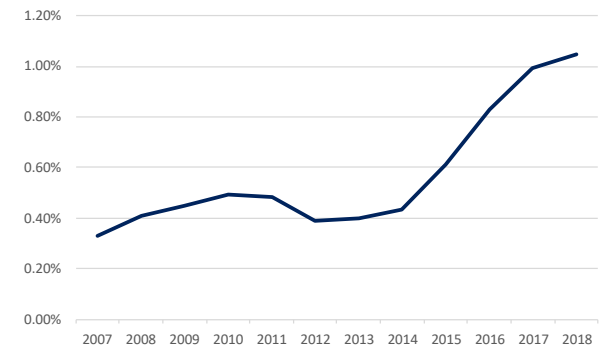
我国目前代理人密度已经接近海外成熟市场水平。我们用保险代理人/城镇人口来衡量代理人密度。2007-2018年，我国保险代理人规模年复合增速达 14%，而城镇人口数量增速仅 3%，保险代理人占城镇人口比重从 0.4% 提升至 1.05%，从 2012 年以来快速增长，而 2016 年同期美国保险代理人占城镇人口比重为 1%，表明我国代理人密度已经到了较高水平，这也意味着未来人力规模大幅扩张拉动保费增长的模式不可继续。另外，根据欧美经验，城镇化人口千分之一是大关，能养活高质量代理人，因此目前 800 万代理人存在较高水分，达到合格门槛 3000c（首年佣金 3000 元）以上的人力数量不到 10%，小于 80 万，基本符合城镇人口的千分之一。

图 17: 代理人规模增速放缓



资料来源: 各公司年报, 信达证券研发中心

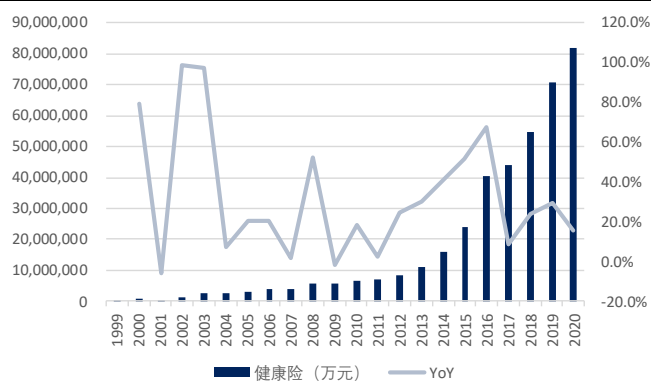
图 18: 我国代理人/城镇人口



资料来源: 中国保险年鉴, Wind, 信达证券研发中心

新增人力下降导致重疾销售难以维持高增长。由于重疾产品的复杂性，以及高 margin 和高佣金，重疾产品的销售高度依赖代理人渠道。2013 年以来重疾保单快速增长主要受政策和渠道人力的影响。受益于费改带来重疾险降价、重疾定义推出以及 2015 年后代理人考试放开驱动代理人数量激增，健康险保费收入大幅提升，2013-2020 年复合增速达 32.8%，60%-70%来自于重疾险销售。我们认为，重疾险的销量较大程度取决于活动新增，招募代理人即是获客过程。我国代理人模式基本生命周期为洗脑-入职-将自保件和身边亲友挖掘一遍-社会资源枯竭-连续六个月未出单-脱落。根据行业规律，整个行业洗过的代理人数量 5000-6000 万，假设每位代理人自保件数量为 2-3 件，则代理人自保件和缘故单数量即达到 1 亿-1.8 亿件，占重疾总保单（2-3 亿件）的 50%甚至更多。一方面，随着新增人力数量的放缓，未来能开发的客户的重疾保单数量也将缩水。另一方面，重疾保单存量已达到 2-3 亿件，假设按人均 1 件则已覆盖了 2-3 亿人群，结合具备重疾需求的人群约 3-4 亿人，重疾保单数量已处于较高水平，高增长红利已过。

图 19: 健康险保费 (万元) 及增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

重疾价格竞争势头有所改善，但产品同质化仍然延续。从新重疾定义实施以来产品发行情况来看，从产品价格来看，大公司降价而小公司涨价，重疾险费率差异下降。大型险企主力重疾产品如平安福 2021（以 30 岁男性，30 年交，保额 50 万纯重疾为例）较 2020 年年交保费下降 5.0%，而华夏、百年等中小型保险公司主力重疾产品的保费价格水平不断上升，说明重疾险的费率底基本已经夯实，未来中小型保险公司的价格竞争优势逐渐减弱。产品保障方面，新重疾定义全面覆盖轻症、中症、重症，险企保障进一步提升，在疾病分组、赔付次数、以及附加

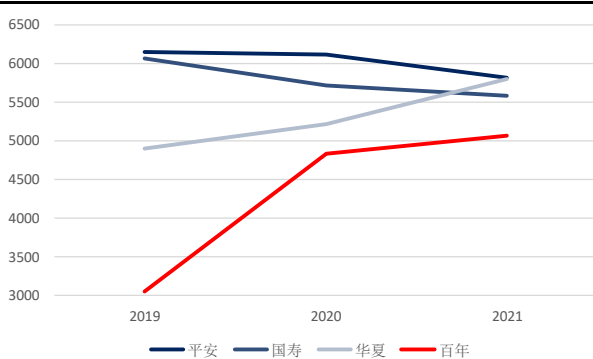
特殊疾病保障方面进一步改进和完善。但总的来说，各家产品同质化程度仍然较高，难有较大的创新力度。未来重疾产品或将探索批量化生产到定制生产的转变，例如友邦探索产品模块化组合实现保险定制。在主险的基础上可以自由选择轻症和中症的保额，同时将癌症多次给付、重疾分组多次赔付、轻中症保费豁免等升级类的责任以附加险模块的形式给予客户，满足不同交费能力和风险偏好的客户需求。

表 8: 平安福迭代升级

产品名称	平安福 2019	平安福 2020	平安福 2021	
上线时间	2019/7/1	2020/4/1	2021/1/1	
产品形态	终身寿主险+必选重疾附加+可选附加	终身寿主险+必选重疾附加+可选附加	终身寿主险+必选重疾附加+可选附加	
基本内容	缴费期	30 年以内	30 年以内	
	保险期间	终身	终身	
	投保年龄	18-55	18-55	
基本保障	重疾	100 种，100%保额+运动保额+70 岁以前轻症赔付后重疾递增保额 20%，最高 60%，1 次	100 种，100%保额+平安 RUN 达标增 10%+70 岁每次轻症赔付后增加 20%，最高 60%，总共最高 70%，1 次	120 种，100%保额+平安 RUN 达标增加 10%+70 岁每次轻症赔付增 10%，最高 60%+70 岁前中症赔付后增加 20%，总共最高 90%，1 次
	中症	无	无	20 种，50%保额，最多 1 次
	轻症	50 种，20%保额+运动保额，最多 3 次	50 种，20%保额+运动保额，最多 3 次	40 种，20%保额+运动保额，最多 6 次
	其他		平安 Run 达标涨保额，最高涨 10%，每次轻症后，重疾或身故保额涨 20%	平安 Run 达标涨保额，最高涨 10%，每次轻症后，重疾或身故保额涨 10%，中症后涨 20%
保费	30 岁男性、30 年、50 万、纯重疾	12150	12050	11450
特色	运动+轻症赔付后重疾保额递增	运动+轻症赔付后重疾保额递增	运动+轻症赔付后重疾保额递增+中症赔付后保额递增	

资料来源：保险师 APP、信达证券研发中心

图 20: 重疾产品年交保费 (30 岁男, 20 年, 20 万保额)



资料来源：Wind，信达证券研发中心

重疾险尚未饱和，仍具备发展空间。尽管重疾险增速大概率下降，但从重疾险覆盖率和保额来看仍然有较大增长空间。从保单件数来看，重疾险保单 2-3 亿件，人均保单数仅 0.14-0.2 件。从人均保费来看，2019 年健康险保费 7066 亿元，按重疾占比 60%测算，人均重疾险保费为 302 元。此外，从赔付情况来看，根据阳光人寿的 2019 理赔报告，重疾险保额 20 万以下的占比达 90.4%，其中 10 万保额以下达 66.5%，显示重疾险替代率仍然较低。根据重疾险保额至少为城镇居民收入水平 3 倍来看，重疾险不到 10 万保额的水平仍然较低。根据投保群体分布来看，30-49 岁人群是重疾险主力购买人群，占比达 45.5%，占我国总人口的 31.5%，即 4.4 亿人，而投保重疾

险的人口以城镇人口为主(60%),因此重疾险购买人数约2.6亿人。假设未来十年重疾险投保人数达到4亿人,人均拥有1.5件(在增量存量的市场中,老客户加保),假设件均保费增速3%,则到2025年,重疾险规模将达到8566亿元。

表 9: 重疾险规模测算

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
件均保费	2120	2183	2249	2316	2386	2457	2531
人口	14.00	14.04	14.08	14.11	14.14	14.16	14.18
30-49 岁人口占比	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%
城镇化率	60.0%	61.0%	62.0%	63.0%	64.0%	65.0%	66.0%
投保人数(30-49岁)	2.60	2.66	2.71	2.76	2.81	2.85	2.90
持有件数	0.80	0.85	0.91	0.97	1.03	1.10	1.17
保费规模(亿元)	4416	4939	5521	6168	6886	7682	8566

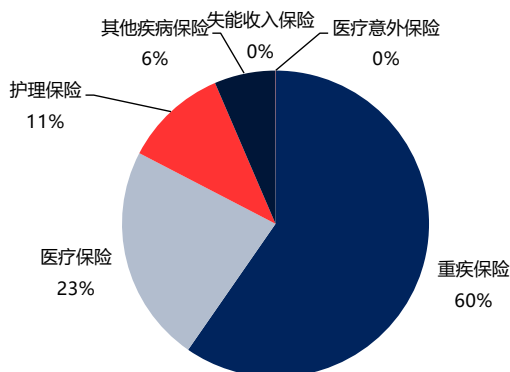
资料来源: 信达证券研发中心

3、医疗险具备较高发展空间

3.1 我国医疗险占比较低

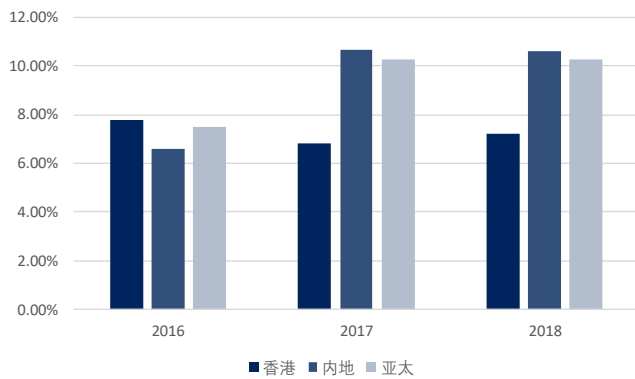
根据中保协发布的《2020年“后疫情”时期商业健康保险发展情况调研报告》,2020年上半年,疾病保险在健康险中占比为66.05%(主要是重疾),医疗险占比23%,且基本为短期产品,而失能和护理险占比仅11%。反观欧美发达国家的经验来看,重疾险发展并不显著,更多以医疗险为主要形态。我们认为主要受居民储蓄习惯、社保制度、以及政策相关。

图 21: 我国健康险结构



资料来源: 中保协, 信达证券研发中心

- **居民重储蓄,对消费型医疗险接受度低。**由于我国居民储蓄习惯较深,对消费型纯保障产品接受度不高,而在当时投资收益率较高背景下居民对于理财型险种有较高的接受度。因此重疾产品理财属性较高,现金价值较高,形态主要以“保障+储蓄/返还”为主,主险为终身寿,重疾为附加险,13年费改后主险由分红终身寿切换为传统终身寿。而居民保障意识不深,对消费型医疗险认识不够导致医疗险发展缓慢。
- **医疗险保障期限较短。**我国医疗险产品以1年期为主,缺乏长期医疗险。需求端,短期医疗产品存在因停售导致无法续保、无法按统一费率续保、或续保需经过险企再次审核健康状况,导致拒保可能等问题,而人罹患中症概率随年龄增长而增长,因此居民对长期医疗险有较高的需求。但另一方面,长期医疗险供给不足。第一,险企因医疗通胀以及随保障时间越长出险概率提升,导致承保亏损等问题,医疗险的推广积极性不足。2018年全球平均医疗通胀为7.2%,较2017年增加0.4ppts,其中中国内地医疗通胀超过全球和亚洲平均,达到10.6%,为整体物价水平1.9%的5.6倍。第二,因赔付率上升导致费率升高,部分健康人群退出计划,进一步推升赔付率,导致逆向选择。第三,在公立医院主导的医疗体系下,商保上下游数据链条未打通,保险公司话语权较弱,难以实施有效控费,产品设计不具备性价比。

图 22: 医疗通胀


资料来源: 2018 Wills Towers Watson Global Medical Trends Survey Report, 信达证券研发中心

- **社保体制不同导致医疗险发展分化。**商业医疗保险的发展受不同国家社保体系的影响较大。**美国:**采用市场化的医保体系, 政府仅对特殊人群(65岁以上老人、贫困人口、儿童等)提供基础医疗保险, 叠加医疗费用较为昂贵, 以及联邦法律强制雇主购买团体医疗险, 这些均极大促进了商业医疗险的发展。**德国:**以社会医疗保险体系为主, 政府强制居民参加医疗保险, 而收入较高的居民可以自行选择参加法定保险或者商业健康险, 满足个性化医疗保障需求。德国以医疗险为主, 甚至没有重疾分类, 主要因社保和医疗险对住院补贴、津贴、护理、康复等项目覆盖较全, 基本替代了重疾的功能。**中国:**医保体系以基本医保为主, 2019年基本医疗保险制度覆盖人口达13.54亿, 覆盖率为96.7%, 同时医疗费用偏低(以公立医院为主的体制决定), 居民通过医保报销和自付解决医疗费用支出, 对商业医疗险的需求弱化, 在商业医保体系中处于补充地位。

表 10: 商业健康险发展模式国际比较

	社保体系	商业保险定位	商业保险主要模式	产品类型	商业险发展的主导因素	健康险占比
美国	市场主导	以商业健康保险为主体, 社会医疗救助制度为基础, 仅针对特殊人群提供保障, 覆盖率不足40%	管理式医疗、团体医疗	以团体险为主, 个人保险占比小, 主要产品为医疗保险、失能收入保险、长期护理保险	联邦法律强制雇主购买团体健康险, 保险公司主导医疗服务	覆盖率 50%
德国	公共医疗保险体系	强制参加医保和长期护理险, 覆盖率88%, 商保起到补充, 且必须在法定保险和商业保险选一	以医疗险为主	以医疗险为主, 综合医疗保险占70%, 为长期型保险, 其中包括费用险、津贴险、疾病收入津贴险; 强制长期护理险占比超过8%	强制所有人购买健康险	保费贡献20%, 覆盖率11%
英国	全民医保	政府主导面向全民的国家尾声服务保障, 商保仅起到补充作用	注重健康管理	以寿险为主, 产品设计和定价灵活性较高	候诊时间长, 无法满足个性化医疗需求	覆盖率 10%
中国	中国特色全民医疗保障制度体系	城镇职工基本医疗保险覆盖率较高, 商业保险仅起到补充和满足高端人士需求	以重疾险为主	以重疾险为主, 占比超过60%, 医疗险占比超过30%, 且主要是短期医疗险, 长期护理险缺失	当前社保保而不包, 个人自付压力较大, 基本医疗保险支付压力较大, 而商业医疗险赔付有限; 长期医疗保险费率可调	保费贡献25%

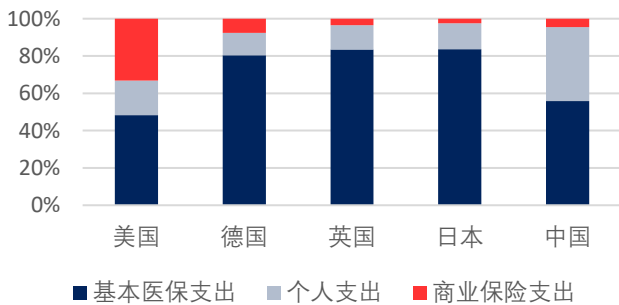
资料来源: 信达证券研发中心

3.2 医疗险增长空间较大

当前医疗保障体系仅能满足基本保障需求。当前医保体系保而不包,仅满足基本医疗保障需求,且存在诸多弊端,例如 1) 医保种类不全,不能及时纳入最新新药以及技术, 2) 赔付金额有上限(大病报销上限 20-30 万), 3) 有起付金额, 4) 部分药品和检查项目不属于社保范围,需消费者全额自付等。商业健康险对以上问题能起到较好补充,满足群众消费升级的需求。

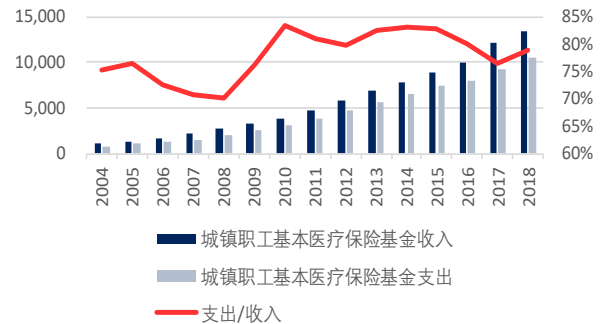
医疗制度不完善,医疗保障体系存在缺口。我国医疗保障体系不完善,只能满足基本医疗保障需求,不包含护理、康复、津贴等项目。近年来医疗费用涨价导致居民保障需求更难以得到满足。我国医疗保障体系缺口主要体现在 1) 居民自付率高于发达国家, 2) 基本医疗保险基金支出较快, 3) 商保赔付支出极为有限。我国目前的医疗保障体系是以医疗救助托底,社会保险为主体,大病医疗保险和商业健康险为补充。我国基本医疗保险覆盖广却保障不深,自付比例过高。根据艾瑞 2019 年中国头部保险公司理赔数据,商业健康险出险时社保保险比例低于 50% 的人群占大约 41%,显示社保报销在医疗支出中保障有限,作为补充的商业医疗险必要性提升。2014 年个人医疗支付比例高达 39.7%, 2019 年个人医疗支付比例甚至达到 44.3%,远高于其他发达国家水平。此外,以政府为主导的社会医保体系面临医保基金支出上涨的压力与日俱增。2018 年,城镇职工基本医保基金收入增速为 13%,超过收入增速的 10%,支出占收入的比重为 78.8%,处于高位。另外,因商业健康险仅起到补充作用,其赔付支出占比较低,2019 年仅占卫生总费用的 3.57%,主要因为商保上下游数据未打通,缺乏风控能力,在赔付上有较多限制。以上均为商业健康险的发展提供了较高的动力。

图 23: 我国医疗费用个人支出占比较高 (2014)



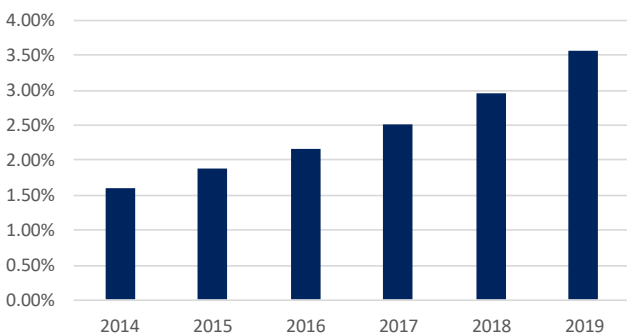
资料来源: 艾瑞咨询, 信达证券研发中心

图 24: 基本医疗保险基金支出较快 (亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 25: 商业健康险赔付支出占卫生总费用



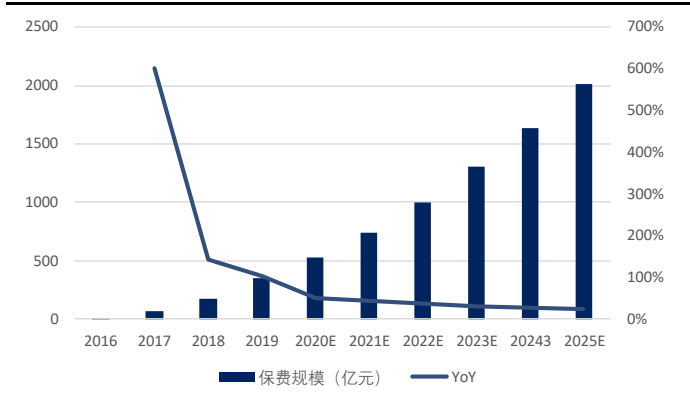
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

长期医疗保险费率可调将提升险企开发长期医疗产品意愿, 弥补供需缺口。2020 年 4 月 2 日, 银保监会发布《关于长期医疗保险产品费率调整有关问题的通知》。此次的调整延续了银保监会在 2019 年 11 月发布的《健康保险管理办法》中对保险公司可以对长期医疗保险产品进行费率调整的规定, 并基于国际上医疗保险费率的普遍做法。例如, 中国太保推出的安享百万医疗险将保障期限从一年延至 15 年, 明确 15 年内保证续保, 且被保险人不会因为身体状况的变化而影响续保。政策有效弥补供需缺口, 为医疗保险快速增长提供动力。随着 2016 年来互联网渠道的崛起, 百万医疗险凭借高保额和低保费规模大幅扩张, 同时疫情也推动居民保障意识提升, 医疗险需求大幅提升。2019 年, 医疗保险原保险保费收入 2442 亿元, 同比增长 32%, 高于行业总保费增速约 20 个百分点。政策将提升供给端产品开发和销售的积极性, 缓解因医疗费用上涨而对险企带来的赔付压力, 同时解决因保险人

健康状况变化或产品停售而无法续保的风险，满足居民对长期医疗保障的需求。

健康保险意识提升推动百万医疗险较快增长。百万医疗险是医疗险下中端医疗险种，是针对住院费用实报实销的医疗险产品，其主要特点是高保额（200万-600万）、低保费（100元-2000元）、高免赔额（6000元-10000元）。百万医疗险保障层次相对基本医疗保险更高（可报销社保目录外的医疗费用），且年保费适中，整体性价比高，满足了除社保补充和高端医疗险外的中端人群的医疗保障需求。随着互联网渠道的兴起、重疾保障提升带来费率走高以及去年疫情对居民保障意识的提升，百万医疗险需求日益增加。自2016年众安推出了第一款百万医疗险“尊享e生”以来，5年来以迭代16次，不仅在投保门槛、保障范围、增值服务、续保优惠等方面持续提升性价比，同时也打通了医疗健康服务，通过精细化服务构建“保险+医疗服务+健康科技”。此外，各家险企业纷纷推出百万医疗险，例如人保健康的“好医保”，平安健康的“平安e生保”，泰康在线的“微医保”。截止2019年行业百万医疗险收入规模已达345亿元，同比+102.9%，预计2025年有望实现2010亿元。用户数量也得到了较快增长。2019年用户规模6300万人，2020年将超过9000万，但渗透率仍然不足，2020年百万医疗险在0-65岁用户中市场渗透率仅为7.4%，而商业健康险渗透率为26.4%。考虑到目前百万医疗险主要聚焦健康人群的中低端市场，百万医疗险有望通过开拓非健康人群的中高端市场来提升渗透率。

图 26：百万医疗险规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 27：百万医疗险将向非健康人群、中高端市场深耕



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

美国以管理式医疗为主，医保一体化实现较好的控费。管理式医疗是把医疗服务的提供和所需要的的资金相结合的系统，通过制定改善医疗服务质量和严格的医药审核，向参保者提供预防疾病和治疗等医疗服务，其实质是保险机构和医疗服务提供者建立利益共享、风险共担的机制，共同参与医疗服务管理，合理使用医疗资源，避免医疗服务过度带来的医疗费用上涨，以达到控费目的。美国在 70 年代随着医疗费用的激增加速了管理式医疗的步伐。险企不再是独立的理赔第三方，而是参与到医疗体系的闭环建设（预防-诊断-治疗-护理），直接参与医疗服务体系的管理。险企可以对医疗服务提供者进行严格筛选，按照签约的方式事先协定支付标准，促使医疗服务提供者更加注重医疗服务质量，同时探索医疗和预防相结合的健康管理模式，提高疾病防治效果。

美国市场化医疗体系下，医疗资源较为充足，同时因商业保险承担较多的全民医保责任，因此险企具备较大话语权，可以对接医疗服务提供者全面和标准化的数据资源以及病例系统，因而可以针对性推出健康保险产品，更好承保风险，同时对参保人员进行健康管理，在反哺保险销售的也能降低赔付概率。而我国以公立医院为主，医疗资源较为稀缺，保险公司议价能力相对不足，导致我国难以获取上游数据，控费能力受限。若我国也能建立起管理式医疗体系，提升医疗服务提供者（互联网公司、私立医院等）和险企之间的协作，将有效控制疾病风险、医疗费用、以及过度医疗造成的道德风险，提升健康险产品的竞争力。

健康险税收优惠制度不完善。美国健康险以团体险为主，税优健康险撬动团体健康险的发展。美国《税收法》明确规定企业为员工缴纳的保费和员工个人承担的保费均可以税前列支，且没有额度限制。个人商业健康保险税优方面，当年度保费支出加上其他医疗费用支出超过个人总收入 7.5% 的金额可税前列支。中国并未提供较大的税收优惠政策鼓励雇主为员工购买健康险，因此团体健康险规模仍然受到很大限制。尽管 2015 年印发《个人税收优惠型健康保险业务管理暂行办法》，明确支付保费每年可享受 2400 元税收优惠，但优惠幅度仍然有限，且仅

包含强制承保要求却没有强制投保环节，退税流程不明确，也因价格较高导致健康人群参保率低，含较大逆向选择风险。

预计到 2025 年，医疗险规模有望达到 6182 亿元。我们假设未来 10 年人均件数翻一番，件均保费增速略高于 GDP 增速（考虑到较高的医疗通胀风险），测算 2025 年医疗险规模将达到 6182 亿元，其中百万医疗险占比将从 2019 年的 14.3% 提升至 32.5%。

表 11: 医疗险规模测算

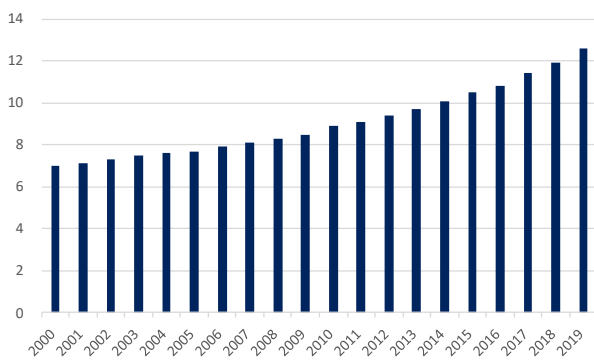
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
GDP 增速		0.02	0.08	0.06	0.06	0.06	0.05
人均件数 (件)	0.45	0.48	0.52	0.55	0.59	0.64	0.68
件均保费 (元)	393	413.36	459.20	498.60	542.28	589.19	639.21
人数 (亿人)	14.00	14.04	14.08	14.11	14.14	14.16	14.18
医疗险保费规模(亿元)	2473	2799.72	3342.39	3898.59	4553.19	5310.28	6181.86
YoY		13.2%	19.4%	16.6%	16.8%	16.6%	16.4%
其中: 百万医疗险	354	520	740	1000	1300	1630	2010
占比	14.3%	18.6%	22.1%	25.7%	28.6%	30.7%	32.5%

资料来源: Wind、艾瑞咨询、信达证券研发中心

4、长期来看，商业养老保险具备较大发展空间

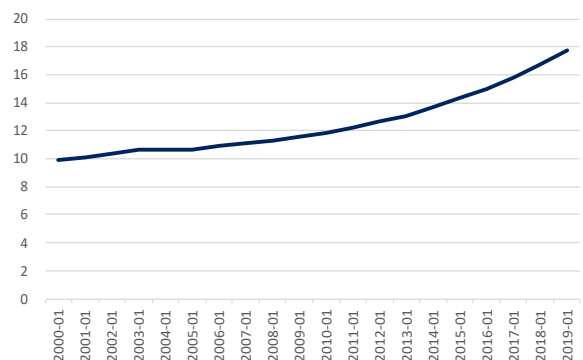
老龄化加剧、抚养比增加，养老面临的压力与日俱增。根据联合国新标准规定，一个地区 65 岁以上的老人占总人口的 7%，即称为“老龄化社会”。中国 65 岁以上老龄人口占比趋势不断上升，2019 年占比已达 12.6%，显示老龄化压力逐年增大。与此同时，抚养比上升使得劳动人口的养老压力剧增。老年人口抚养比从 2000 年 7% 提升至 2019 年的 17.8%，意味着 5.61 个劳动人口赡养 1 位老人，而 2000 年则是 14.28 个劳动人口赡养 1 位老人。老龄化加剧和子女赡养负担的增加使得完善养老保障体系的需求与日俱增。

图 28: 65 岁以上老龄人口比例 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 29: 抚养比上升

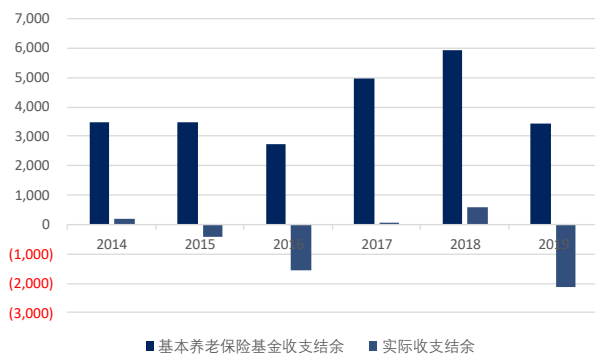


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

养老保险财政支出压力加大。随着离退休人员的自然增长以及离退休人员养老金水平的不断提升，以及计划经济时代未缴纳社保人群却享受养老福利，近年来基本养老保险收支压力日益增大。截止 2019 年，基本养老保险基金收入 5.3 万亿元，支出 4.9 万亿元，支出/收入从 2012 年的 76.6% 提升至 91.8%。由于基本养老保险保障水平有限，社保支出严重依赖财政补贴。财政补贴从 2014 年的 3269 亿元提升至 2019 年的 5588 亿元，年复合增长达 11%，对应在城镇职工基本养老保险基金收入中占比稳步增加，从 14% 增加至 14.6%。2019 年企业职工基本养老保险基金收支结余为 3455 亿元，若剔除财政补贴，企业职工基本养老保险基金实际盈余为 -2132.8 亿元，已多年为负。2019 年城乡居民基本养老保险收支结余为 1001.13 亿元，若剔除财政补贴，城乡居民基本养老保险实际盈余为 -2004 亿元，合计得到基本养老保险盈余和实际盈余分别为 4456 亿元和 -4136.8 亿元。根据社科院《中国养老金精算报告 2019-2050》预测，城镇职工基本养老保险基金到 2035 年有耗尽可能。尽管近年来基本养老保险覆盖面有所扩大，交费人数增加，同时政府也将部分国有企业股权转让给社保基金，但仅仅依靠政府

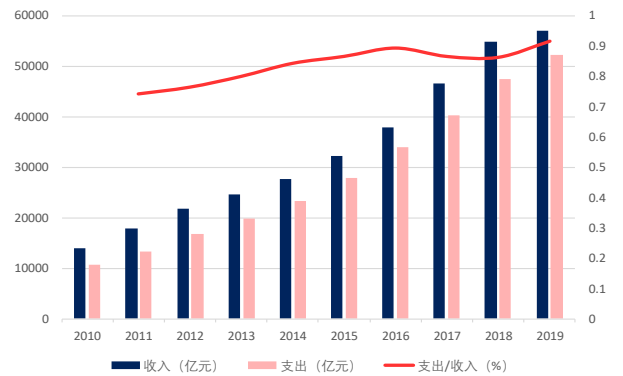
层面仍然很难解决收支负担。

图 30: 企业职工基本养老保险基金盈余和实际盈余 (亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

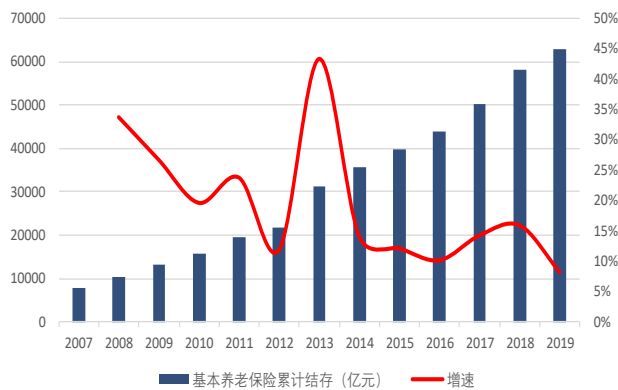
图 31: 基本养老保险基金收入和支出 (亿元)



资料来源: 人社部, 信达证券研发中心

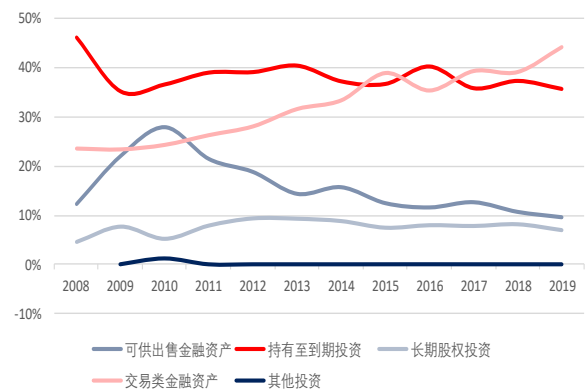
三支柱发展仍存在一定不足。我国以第一支柱养老保险为主（占比 78%），覆盖广但保障不足，近年来财政对养老保险基金补贴力度日益增大。另外区域不平衡问题严峻，部分地区养老金出现亏空。例如黑龙江城镇基本养老保险基金累计结余自 2016 年首次出现负数以来，2019 年降幅进一步扩大至 433.65 亿元。另外社保基金较少投资权益资产（不到 10%），现收现付导致个人账户账目面临缩水。第二支柱企业年金和职业年金覆盖面较窄，惠及人群有限，因此规模占比较小，仅 21%。第三支柱个人商业养老保险规模 0.68 万亿元，占比仅 5.6%，包括个人税收递延型养老险。个税递延型养老险减税力度不大，自 2018 年试点以来，鉴于税前扣除额度较低使得对高收入人群激励有限（按工资的 6% 或 1000 元孰低原则税前扣除；75% 收益按 10% 缴纳个税，实际税率为 7.5%）。截止 2019 年个税递延型养老险累计保费仅 2.45 亿元，占养老保险资产的 0.02%，发展较为缓慢。此外，税收优惠仅针对保险产品，尚未惠及到养老目标基金。

图 32: 基本养老保险基金累计结存放缓



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 33: 社会保障基金较少投资权益资产



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 34: 社会保障基金区域不平衡 (亿元)

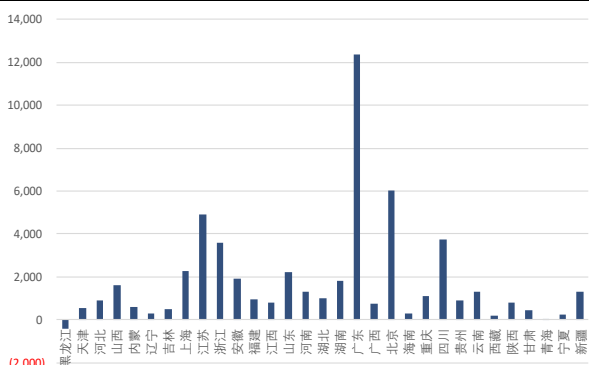
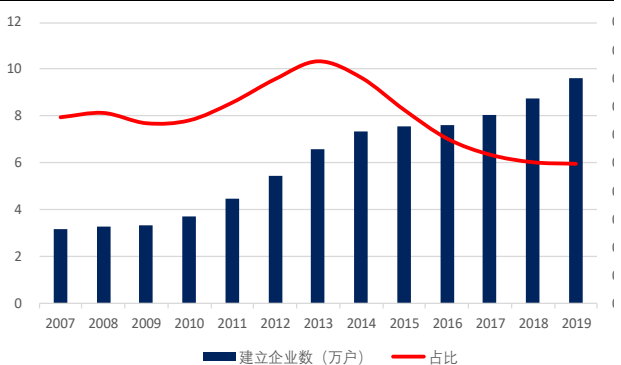


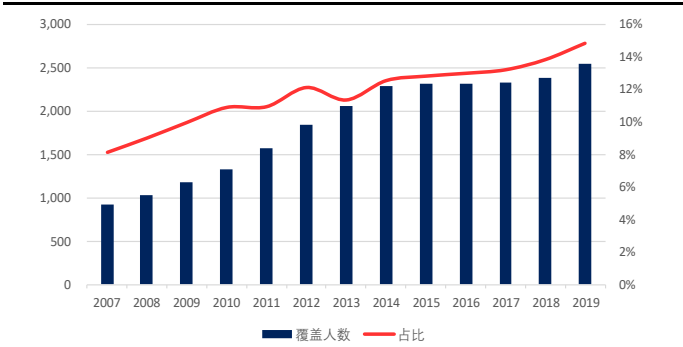
图 35: 企业年金覆盖公司数量 (万家) 及占比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 36: 企业年金覆盖人数(万人)及占比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

美国第二三支柱发展较为健全, 主要源于税收优惠、入市程度较高、二三支柱转移机制完善等。美国第二支柱雇主养老保险规模为 19.14 万亿美元, 占比 58.9%, 第三支柱个人养老保险 11 万亿美元, 占比 34%, 而第一支柱基本养老保险规模较小, 占比仅 7%。我们认为美国第二三支柱发展主要得益于 1) 税收优惠, 2) 养老金入市程度高, 3) 二三支柱转化机制, 4) 账户制为参与第三支柱的载体。

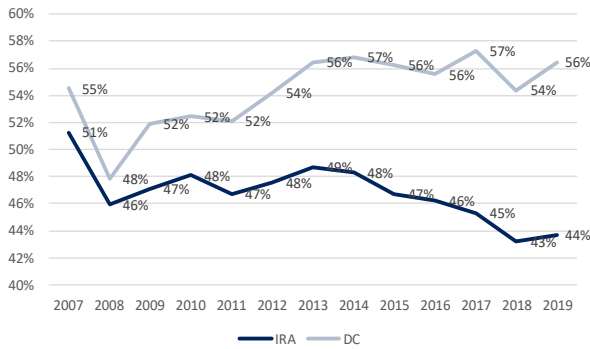
表 12: 2019 年中美三支柱对比

		第一支柱	第二支柱	第三支柱	合计
中国	规模 (万亿元)	8.92	2.50	0.68	12.09
	占总资产比重	74%	21%	6%	100%
	占 GDP 比重	9.0%	2.5%	0.7%	12.3%
美国	规模 (万亿美元)	2.31	19.14	11.03	32.47
	占总资产比重	7.1%	58.9%	34.0%	100.0%
	占 GDP 比重	10.8%	89.3%	51.4%	151.5%

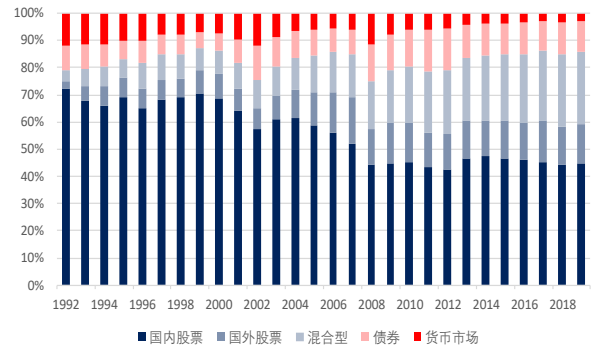
资料来源: 人社部、Wind、《长三角养老金融高质量发展报告》、信达证券研发中心

- **税收优惠方面**, 第二支柱确定缴费型 DC 计划中的 401(k) 计划采用 EET 模式(即缴费和投资收益免税, 支付受领征税)。雇员参与雇主养老金计划缴费当期免税, 而领取收税。考虑到退休后收入较低, 累进税率下退休后缴税可享受更多税率优惠。另外, 投资部分账户增值的资本利得包括分红、投资收益、利息收入等免征资本增值税(个人投资则需要征收), 大大提升雇员参与雇主养老金计划吸引力。同样, 第三支柱 IRA 计划中传统型 IRA 与 401(k) 一样, 缴费收入当期减免, 退休后领取缴税。而 Roth IRA 则采用 TEE 模式, 即存入时缴税而领取时不缴税。IRA 每年存入上限为 6000 美元, 若超过 50 岁则上限为 7000 美元。

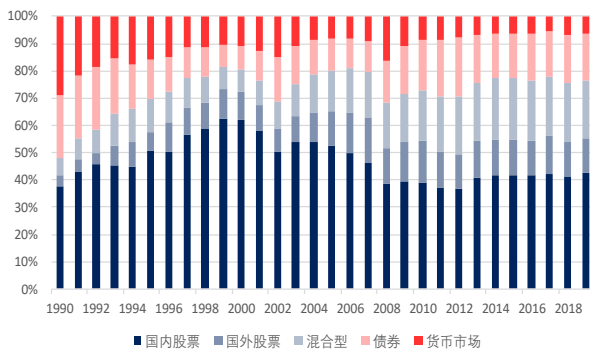
- 养老金入市程度高。**养老金投资管理方面，雇主通常选择基金公司、保险公司等受托人对养老金进行投资运营。DC 计划中**共同基金为主要投资方向**。DC 计划将近一半的资产投入共同基金。截止 2019 年底，DC 计划持有共同基金 5.1 万亿美元，占比 56.4%。从 DC 共同基金配置来看，股票型基金配置占比最高，为 57.4%，其中国内股票占比 43.7%，国外股票占比 13.7%。此外，IRA 计划对共同基金配置占比也较大，2019 年达到 44%，且大多数也投向股票型基金，占比约 60%。尽管股票市场投资占比从 2000 年左右的高点 70-80% 减至目前的 50-60%，但仍然是最主要配置。

图 37: IRA 和 DC 配置共同基金占比


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

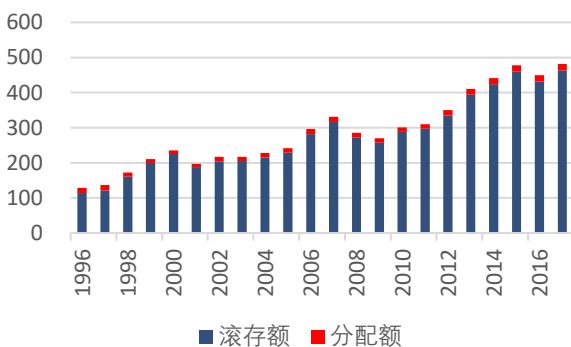
图 38: DC 计划共同基金投资资产结构


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 39: IRA 计划共同基金投资资产结构


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

- 三支柱之间转移机制完善。**美国三支柱对接较为紧密。当雇员退休或工作变动时，IRA 能承接 401(k) 计划转移的资产，并继续享受税收减免，极大促进了第三支柱的发展。IRA 中最大的资金来源于第二支柱的转移，而直接缴费的占比较小，且主要来自于低收入人群(IRA 允许没有被雇主养老金覆盖的人群，当收入低于一定额度也可以向 IRA 缴费)。截止 2017 年，IRA 转存资产达 4630 亿美元，占比达到 96%，直接缴纳的仅 188 亿美元。

图 40: 美国传统 IRA 主要来源于转账 (十亿美元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

- 个人养老金为账户制。**美国以账户制为主体,个人以养老金资金账户为个人参加第三支柱的载体,个人通过账户进行账户缴费、产品申购赎回、转换、领取、信息查询等环节,在产品制下分散的资金、产品以及信息等均可在账户汇集到账户上,实现资金和信息的统一,有助于第二支柱和第三支柱之间的转移。同时税收优惠赋予到账户上,账户层面上个人缴费可以在国家规定额度进行税优登记。而我国的产品制体系下,国家税收优惠赋予到产品层面,产品管理人直接提供税收代扣代缴,待遇发放等。产品制主要存在多重问题。1)个人购买各种金融产品需计算税收优惠额度在其所投资的产品上的分配比例,2)个人领取时需向不同产品管理人提出申请,手续繁杂,3)产品间的转换又取决于产品间的转换机制,4)国家需向各产品管理人收集个人参保资金和产品信息,效率低且难度大。

养老保险迎来政策东风。去年以来,国家多次发声推动第三支柱养老保险加快建设。12月19日国常会提出促进人身险“扩面提质”,尤其是将商业养老保险纳入第三支柱加快建设,鼓励保险公司提供老龄照护、养老社区等服务,鼓励保险业参与长期护理保险试点。此外,国家也在致力于加快专属养老保险试点,拟自3月1日起在北京和浙江开展,规定了“保证+浮动”的收益模式,并针对新产业、新业态从业人员和各种灵活就业人员的特殊保障等。2月26日,人社部副部长游钧表示将建立以账户制为基础、个人自愿参加、国家财政从税收上给予支持,资金形成市场化投资运营的个人养老金制度。我们预期今年第三支柱养老保险建设步伐将加快,我国有望借鉴美国三支柱建设的经验,将产品制改为账户制,为二三支柱的账户转换提供便利,实现产品的便捷转换或退出,同时加大养老保险产品税收优惠力度,大力发展具有真正养老功能的产品,同时加快多元化同时也将从投资端放开养老产品权益投资限制,推动养老金入市。

表 13: 商业养老保险相关政策

时间	政策	具体内容
2019/12/13		银保监会副主席黄洪在全国政协第十次重点关切问题通报会上表示,应加快发展商业养老保险,尽快形成一支新的、安全稳健的国家养老储备资金,有效弥补第一支柱替代率缺口,比较理想的第三支柱替代率水平应该是为民众提供平均 15%-20% 的养老金替代率。
2020/1/3	中国银保监会发布《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》	提出要 加强养老保险第三支柱建设 ,鼓励保险机构发展 满足消费者终身、长期领取需求的多样化养老保险产品 ,支持 银行、信托等开发养老型储蓄和理财产品 。
2020/1/23	中国银保监会等 13 部门联合发布《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》(银保监发【2020】4 号)	提出加快发展商业养老保险,包括多样化的商业养老年金保险、个人账户式商业养老保险,并明确“ 力争到 2025 年,商业保险为参保人积累不低于 6 万亿元养老保险责任准备金 ”的发展目标
2020/10/21		2020 年金融街论坛年会,郭树清指出要努力促进第三支柱养老保险的健康发展。郭树清指出,与许多国家相比,我国养老保障第三支柱发展较为缓慢,占比过低,对养老的支撑明显不足。 随着我国人口老龄化加速到来,发展第三支柱已经十分迫切 。金融业可以,也应该能发挥重要作用。
2020/10/23		在第二届外滩金融峰会上,央行上海总部副主任兼上海分行行长金鹏辉也在演讲中指出,保险市场在人均 GDP 达到 1 万美元时是加速启动期,我国恰恰处于这个阶段,现在是保险重要发展时期, 特别是第三支柱养老保险 。
2020/12/9	《医疗保障基金使用监督管理条例(草案)》	按照统一规范要求,将商业养老保险纳入养老保障第三支柱加快建设。强化商业养老保险保障功能,支持开发投保简便、交费灵活、收益稳健的养老保险,积极发展年金化领取的保险产品。针对新产业新业态从业人员和各种灵活就业人员需要,开发合适的补充养老保险产品。 鼓励保险公司提供老龄照护、养老

社区等服务。鼓励保险业参与长期护理保险试点。

2021/1/31	《建设高标准市场体系行动方案》	提高各类养老金、保险资金等长期资金的权益投资比例，开展长周期考核
2021/2/21	《关于开展专属商业养老保险试点的通知》	拟3月1日起在北京、浙江开展专属商业养老保险试点，并规定了该险种可转换的“保证+浮动”收益模式，以及针对新产业、新业态从业人员和各种灵活就业人员的特殊保障等。
2021/2/26		在国新办就业和社会保障发布会上，人社部副部长游钧表示，近年来我们在多层次养老保险体系的框架下系统谋划，整体设计第三层次制度模式。未来将建立以账户制为基础、个人自愿参加、国家财政从税收上给予支持，资金形成市场化投资运营的个人养老金制度。

资料来源：银保监会、信达证券研发中心

表 14：专属养老保险产品试点推出

内容	
名词解释	以养老保障为目的，领取年龄在 60 岁及以上的养老年金保险产品
试行时间	2021 年 3 月 1 日
试点地区	北京、浙江
试点公司	中国人寿、太保寿险、泰康人寿、新华人寿、泰康人寿、人保寿险
领取年龄	60 岁以上
产品期限	积累期：不得少于 5 年，投保人年龄 60 岁以上者积累期不限，领取期：不得短于 10 年
收益模式	“保证+浮动”
退保	积累期：前五个保单年度，退保现金价值不高于账户价值的 90%；第 6-10 个保单年度内，退保现金价值不得高于账户价值的 95%；第 10 个保单年度后，退保现金价值不得高于账户价值的 98%。领取期：退保现金价值为 0
信息披露	积累期保险公司应当按照高、中、低收益率假设，对各投资组合账户价值变动演示，低档为投资组合保证利率，高档上限为 6.5%；领取期：保险公司应按每一时期转换表，分别演示不同领取方式下领取额。

资料来源：今日保、信达证券研发中心

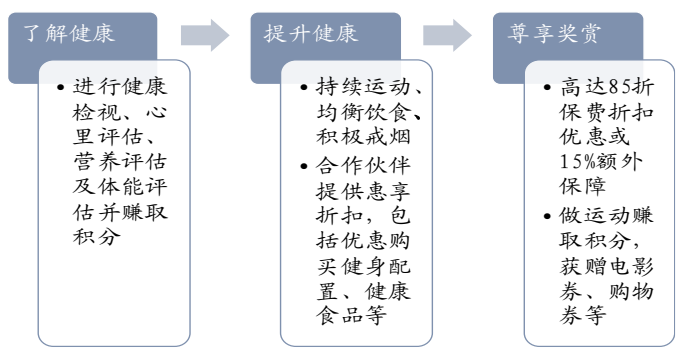
四、险企加大健康管理和养老服务布局

布局健康管理和养老提升差异化竞争力。保险产品同质化导致“渠道为王”的时代已过，同时也面临互联网保险带来的流量冲击，未来传统保险的破局之策更多来自于差异化的健康医疗和养老服务。优势健康管理和养老社区将保险服务从低频的住院报销向高频的健康管理和养老生态演变，提升用户对品牌的粘性，反哺保险主业的发展，同时也能降低通过事前预防和健康管理的优化赔付效率。各大险企均已开始布局大健康、大养老产业，提升产品竞争力。

（一）健康管理

目前平安、太保、友邦布局较为全面，结合健康险客户提供涵盖上游疾病预防和管理、和下游就医绿通等全面医疗健康服务。整体来看，我国健康管理服务仍然不足。医疗险以事后报销的产品形态为主，缺乏管理式医疗对疾病费用支出的有效管控。重疾险也缺乏预防为主的事前防控，更多以就医绿通服务为主。

- **疾病预防和管理：**平安 Run 通过对平安福客户提供运动增额奖励，友邦健康友行对传世客户提供运动积分和奖励、保额递增奖励等，提升客户对疾病的预防意识。

图 41: 友邦健康友行


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

➤ **医疗服务:** 太保蓝本是“保险+健康”服务生态圈中专属健康增值服务, 涵盖诊前、诊中、诊后的健康管理、快速就医和理赔服务, 包含无门槛的重疾绿通服务计划和医疗特权服务两项。重疾绿通为所有会员提供4项服务, 包括重疾专家预约、重疾专家病房、重疾专家手术、120急救补贴。医疗特权服务为升级版医疗服务, 为期交保费超过3500的不同档次客户提供频次和内容不同的差异化医疗服务。友邦愈从容专案管理主要针对全佑系列和传世客户, 此次新重疾险发布推出了如意愈从容和传世愈从容。如意愈从容针对大众群体, 包含五项服务, 从容评估、从容看问、从容应对、从容营养、从容慧诊。传世愈从容打造重疾专案管理高端旗舰, 专家门诊增至3次, 多学科咨询服务从境内扩张到境内外, 服务周期增加一年。

表 15: 险企健康管理服务

健康管理服务	
平安	平安 Run: 平安福客户运动达标涨保额 金管家: 无门槛, 可享受每月2次线上问诊 平安好医生就医 360: 重疾客户可附加, 每年199元, 发生重疾获得理赔后3年无需再缴费, 覆盖诊断、治疗、康复全流程 血糖管理服务: 为糖保保重疾客户设计, 随身体状况好转有望享受加费减免
太保	太保蓝本: 重疾绿通(无门槛)和医疗特权服务(期交保费大于3500元的客户) 生命银行: 面向高端客户, 免疫细胞储存
友邦	健康友行: 传世客户和重疾客户可加入, 运动奖励和“天天向上”保额递增 愈从容: 重疾专案管理, 针对全佑和传世重疾客户 全球就医服务: 针对传世高端医疗险客户
阳光	阳光保: 步数达标增加赔付 阳光医无忧: 针对阳光保和阳光护重疾客户, 服务周期长达10年
国寿	国寿大健康重疾绿通专享服务: 针对国寿福重疾和康宁重疾用户 蛮牛健康: 购买糖安保的用户可享受免费健康管理服务
新华	新华就医绿通: 针对健康无忧重疾险客户

资料来源: 信达证券研发中心

表 16: 太保蓝本 2021

服务环节	服务项目	专业版		尊享版	
		3500元/P	10000元/P	30000元/P	60000元/P
小病不出门	健康咨询	不限次/年		不限次/年	
	视频医生专业版	不限次仅首年		不限次仅首年	
大病选三甲	三甲专家预约	1次/年		不限次/年	
	三甲专家病房	1次/年		不限次/年	
	三甲专家手术	1次/年		不限次/年	
	陪诊服务	1次/年		不限次/年	
	二次诊疗	1次/年		不限次/年	
	多学科会诊	1次/年		不限次/年	
	海外就医协助	1次/年		不限次/年	

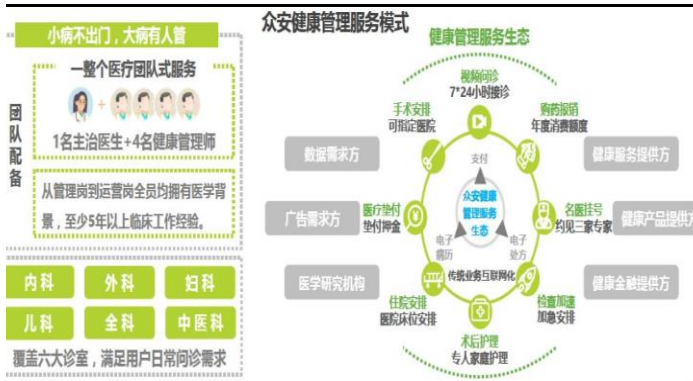
120 急救补贴	1 次/年	不限次/年			
呵护更长久	服务期限	保单交费期	保单交费期	被保险人: 保单交费期	被保险人: 保单交费期
				直系亲属: 3 年	直系亲属: 3 年
福利惠全家	服务对象	仅被保险人	仅被保险人	被保险人+指定 3 名直系亲属	被保险人+指定 5 名直系亲属
				直系亲属所有服务 1 次/年	直系亲属所有服务不限次

资料来源: 太保蓝本 2021 版, 信达证券研发中心

保险公司协同医疗服务提供商建立一站式健康管理服务。从健康险产业链来看, 保险公司仅作为独立支付第三方, 缺乏对上游医疗机构的协作, 难以监控医疗费用的支出合理与否, 风控能力有限, 因此也不愿意涉足长期医疗、长期护理等一些风控要求较高的领域。目前已有部分险企如众安和平安已搭建“众安互联网医院”和“平安好医生”平台, 协同医疗机构、药品供应商、体检机构等医疗服务提供商, 打通保险、健康管理、医院等产业链, 提供一站式健康管理服务。但因无法共享公立医院大量信息数据, 因此我国离发展真正的管理式医疗还有很大距离。

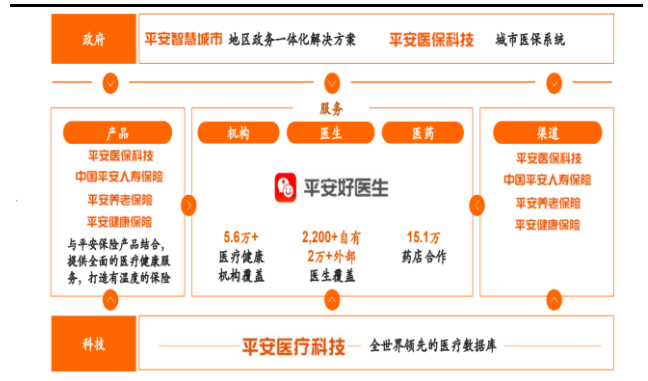
- **众安:** 通过搭建互联网医院, 配备专业问诊团队, 提供在线问诊、手术预约、住院安排、术后护理等服务, 构建了亚健康人群可投保、提供定制化服务的健康管理生态闭环, 实现数据资源互联互通, 并依托暖哇科技智能理赔风控的支撑, 控费能力得到显著提升。
- **平安好医生:** 平安好医生通过构建线上和线下, 自建和外部医生的医疗网络, 积极探索保险+健康管理服务相结合的商业模式, 打造健康保险业务与健康管理产业链的服务闭环。平安好医生目前已有自建驻司医护团队 1800 人, 外部签约专家 1 万名, 合作医院超过 3700 家, 合作药店超过 11 万家, 体检中心超过 2000 家。

图 42: 众安健康管理模式



资料来源: 艾瑞咨询, 信达证券研发中心

图 43: 平安医疗健康生态圈



资料来源: 平安好医生业绩推介, 信达证券研发中心

(二) 养老社区

保险公司布局养老社区有助于通过差异化服务实现医养结合, 反哺保险产品的销售。此外养老社区投资符合保险资金长久期特点, 有助于资产负债匹配。近年来, 国内多家保险公司已相继布局轻重资产相结合的养老产业, 以泰康、太保、太平、国寿等较为出众。险企通过“保险+服务”切入高净值人群, 销售对接养老社区服务的保单, 提升保费的增长。泰康在布局养老产业战略上最坚定、投资额最大、保单件数最多。目前已布局北京、上海、广州、成都、苏州等 15 个核心城市, 基本已完成全国布局。太保自 2018 年以来养老布局加速, 按照“南北呼应、东西并进、全国连锁”的思路, 打造城郊型、度假型和城市型高端养老社区, 并引入法国欧葆庭提供养老照护方面的先进经验, 共同打造“专属保险产品+高端养老社区+优质服务”的新型业务模式。

表 17: 各险企养老产业布局

泰康	太保	新华	太平	平安	国寿
----	----	----	----	----	----

产品类型	以郊区 CCRC 养老社区为主	城郊型颐养社区、城市型康养社区、度假型乐养社区	活力养生型、持续照料型、康复护理型	高端度假型+CCRC 社区	智慧养老	高端城郊度假社区
模式	自建	自建，引入法国欧葆庭提供养老运营	自建	自建+第三方合作	与世联兴业合作	自建
城市	现阶段已完成北京、上海、广州、成都、武汉、苏州、杭州、长沙、沈阳、厦门、南昌等 15 个核心城市的布局	现阶段：成都、杭州、大理，未来：厦门、上海、南京、武汉、青岛、北京	北京、海南，未来将继续拓展京津冀、长三角、珠三角以及中西部重点城市	自建：梧桐人家；第三方：上海、昆明、宁波、北京、大连	已布局深圳	现阶段苏州，未来将在北京、天津、海南开业
入住资格	保单总保费≥200 万或缴纳押金+乐泰财富卡	总保费≥200 万	总保费≥200 万	总保费≥200 万	新客户长险新保累计保费≥1000 万	新客户总保费≥300 万元，老客户总保费≥200 万元
对接产品	主要为年金险，个险、银保、经代渠道产品不同，但差别不大					
特点	重资产模式，先发优势，自建为主，战略最坚定，投资额最大，保单销售件数最多	重资产模式，引入欧葆庭国际先进照护体系	重资产模式，养老社区和保单销售均不理想	轻重结合，自建+第三方	轻资产模式，养老产业数字化运营	重资产模式，自建为主

资料来源：信达证券研发中心

五、投资建议

我们认为近期保险股上涨动力来自投资端通胀预期回升。寿险以利差为主的盈利模式使得利率变动对其影响显著，通胀预期上升对保险利润、EV、偿付能力等均构成正面影响。利率方面，资产端，利率上行初期到期或新增资产投资收益率上行而负债端较为刚性，体现在利差走阔。而负债端随利率上行准备金计提规模下降，利润得以释放。EV 方面，EV=调整后净资产和有效业务价值，利率上行通过影响 AFS 和交易类金融资产影响调整后净资产，而以摊余成本计量的持有至到期资产占比为 67%，受利率上行影响有限。我们测算利率上行 50bp 对调整后净资产影响为-1.5%~-3%。若考虑持有至到期资产价值波动影响，对调整后净资产影响为-3%~-8%，考虑有效业务价值变动对 EV 影响，利率上行 50bp 对平安、国寿、太保、新华 EV 影响分别为 0.2%、5.6%、4.6%、5.7%。偿付能力方面，根据偿二代监管体系，偿付能力充足率=(认可资产-认可负债)/最低资本，因保险产品负债端久期长于资产端久期，且寿险传统准备金规模大于交易类债券规模，因此当利率上行时，负债端准备金折现率上升导致负债下降的幅度会大于资产下降的幅度，因此实际资本将上升，偿付能力将有所提升。

负债端新单边际回暖，长期看好健康养老产业的发展。短期看，负债端回暖，主要因为 1) 疫情后居民收入和储蓄意识提升带来年金险需求提升，2) 利率长期下行趋势下，理财、信托等产品收益率下滑，而保险长久期属性有望锁定较高利率水平，3) 当前信用环境较差，银行理财、信托等资管产品安全性下降，保险占据了较高的信用高地，4) 资管新规和互金整治引导居民资产从地产、理财转移到不受刚兑影响的保险、以及净值化发展的公募基金，5) 重疾定义修订后新产品保障增加同时价格下降，吸引力提升。长期来看，13 年费改以来的重疾红利逐渐消退，渠道为王的时代已过，未来重疾险将恢复正常增长。而健康险的渗透率的不足以及政策 2 万亿的托底将通过医疗险的大力发展来追赶。考虑到基本医疗保障需求不足，医保支出压力加大，居民自付比例仍然较高，商业健康险赔付支出有限，以及老龄化加剧带来的医疗需求提升，医疗险尤其是百万医疗险仍有较大增长空间。除医疗险外，商业养老险也是长期发展方向。老龄化加剧、抚养比增加、财政支出压力激增、企业年金覆盖面较窄、投资端入市规模较小、税延养老险减税力度不大等一系列问题为商业养老险发展提供了动力。近期监管频频发声加快第三支柱建设，建立以账户制为基础、个人自愿参加、国家财政从税收上给予支持，资金形成市场化投

资运营的个人养老金制度。大型险企通过加快“医养结合”布局健康养老产业，构建“保险+健康+养老”生态，将保险服务从低频的住院报销向高频的健康管理和养老生态演变，提升用户对品牌的粘性，反哺保险主业的发展。我们预计上市险企 2021E NBV 均有望超过 15%（除国寿），EV 均有望实现 13%-15% 的增长。

表 18: NBV 和 EV 预测

	NBV			EV		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
国寿	1.8%	10.6%	10.7%	15.2%	14.8%	15.0%
平安	-34.7%	15.0%	13.0%	10.6%	13.3%	15.0%
太保	-27.1%	21.5%	17.9%	15.5%	13.4%	13.5%
新华	-3.4%	21.2%	23.5%	15.6%	14.7%	13.9%

资料来源：信达证券研发中心

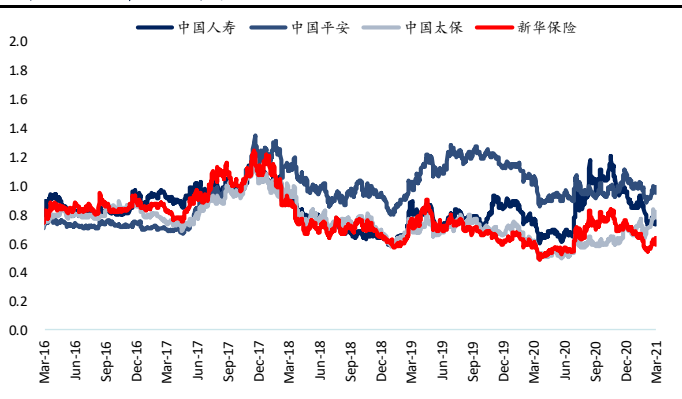
当前股价对应的国寿、平安、太保、新华 2021E PEV 分别为 0.73x、1.01x、0.77x、0.61x。我们推荐公司治理结构完善，人力质态有望触底回升，同时引领大健康、大养老布局的中国太保。

表 19: 同业比较

名称	代码	3/12 收盘价	EPS			PER (x)			PEV (x)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
中国人寿	601628.SH	32.05	1.72	2.61	3.26	18.61	12.28	9.82	0.96	0.83	0.73
中国平安	601318.SH	85.55	8.17	7.83	8.79	10.47	10.93	9.73	1.30	1.18	1.01
中国太保	601601.SH	41.67	3.06	2.67	3.26	13.62	15.61	12.78	1.01	0.88	0.77
新华保险	601336.SH	51.39	4.67	4.11	4.50	11.01	12.50	11.42	0.78	0.70	0.61
均值			4.40	4.31	4.95	13.43	12.83	10.94	1.01	0.90	0.78

资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 44: 上市险企滚动 PEV



资料来源：Wind、信达证券研发中心

风险因素

利率大幅下行；经济恢复不及预期；股市大幅波动；新业务价值增长不及预期；养老险发展进程缓慢

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。