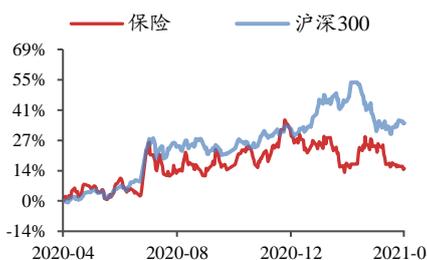


保险

2021年04月11日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《新定义下重疾产品研究深度报告-新定义引发产品策略切换，差异化保障服务成关键》-2021.3.29

《上市保险公司2月保费收入数据点评-新单改善趋势延续，资产负债两端顺周期支撑估值修复》-2021.3.13

《上市保险公司1月保费收入数据点评-新单改善趋势确认，资产负债两端向好支撑估值修复》-2021.2.23

新业务价值表现分化，行业转型升级正当时

——上市保险公司2020年年报点评及1季度业绩前瞻

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

吕晨雨（联系人）

lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790120100011

● 新业务价值表现不一，短期净利波动不影响长期盈利能力

2020年NBV分别为：中国人寿583.73亿元，同比-0.55%；中国平安495.75亿元，同比-34.72%；中国太保178.41亿元，同比-27.47%；新华保险91.82亿元，同比-6.10%，主要由于2020年开门红策略及疫情后应对举措不同所致。内含价值同比新华保险+17.34%、中国太保+15.99%、中国人寿+13.80%、中国平安+10.63%，受新业务价值增速拖累，内含价值增长有所放缓。归母净利润受税收政策调整及准备金增提影响，但短期波动不影响保险公司长期盈利能力。营运利润方面，中国平安受科技、队伍建设等战略性投入影响同比增速下降13.21pct至4.90%，中国太保营运利润同比增速下降1.36pct至11.70%，整体保持稳定。

● 财险业务结构改善，非车险快速发展；权益市场向好带动投资收益率上行

车险综改实施后对财险业务整体同比产生一定压力，2020年财险保费同比分别为太保财险+11.10%、平安财险+5.51%、人保财险+0.07%，太保财险、平安财险主要受到车险同比下降影响，人保财险受到信用保证险压降影响更加明显。车险保费同比分别为太保财险+2.63%、人保财险+1.04%、平安财险+0.94%，为应对车险综改带来的业务压力，各家险企均快速提升非车险业务，2020年同比分别为太保财险+30.94%、平安财险+17.08%、人保财险-1.44%（剔除信用保证险影响后为+4.35%）。综合成本率受信用保证险及市场竞争加剧影响有所上升。受长期债券类、非标类投资收益率下降影响，2020年5家上市险企净投资收益率延续下行趋势。总投资收益率受权益市场好转带动有所提升：中国平安6.20%、中国太保5.90%、中国人保5.80%、新华保险5.50%、中国人寿5.30%。现金类资产逐渐压降，权益类资产占比提升，中国太保、新华保险提升明显，分别提升3.29%、2.67%。

● 渠道升级已成行业战略转型共识

打造高质量代理人队伍已成行业共识，2021年或成转型决战年。各家上市险企在落实推广转型战略时均提出打造高质量的代理人渠道。目前看，该策略得到顶层方案设计者的认可，并加大方案、资源的倾斜投入。同时，一线业务管理人员认可、贯彻执行该策略，主动清退低产能代理人、增员时更注重质量而非数量。上下形成共识，突显优质人力对于团队氛围、整体产能与后续增员的明显优势。

● 负债端维持弱复苏，关注后续增员进展和新产品销售

在2021年重视开门红的背景下，叠加1月末重疾产品切换带来的需求集中释放，预计各上市险企达成普遍符合公司年度计划。2季度工作重点在于增员及养客，主要险企增员门槛提升，注重优质代理人的招募，重“质”轻“量”，优质人力占比的提升将利于后续负债端的进一步改善。负债端整体维持弱复苏态势，全年视角看10年期国债收益率有所回升，保险2021年再投资利率扩张趋势较为确定，利于保险投资端利差扩张和估值修复。资产负债两端复苏，保险估值仍在历史低点，看好估值修复，推荐中国平安、中国太保，受益标的新华保险。

● 风险提示：经济复苏不及预期；保险需求超预期减弱。

目 录

1、 2020 年总结：疫情影响逐渐修复，负债端转型正当时.....	4
1.1、 归母净利润同比均下降，不影响长期盈利能力.....	4
1.2、 寿险：新业务价值增速表现不一，2020 年度策略有所分化.....	6
1.3、 财险：业务结构改善，非车险占比持续提升.....	11
1.4、 资产：投资收益率受权益市场带动上行.....	13
2、 2021 年展望：转型关键年，质稳方行远.....	14
2.1、 渠道升级已成行业战略转型共识.....	14
2.2、 预计开门红表现分化，负债端全年维持弱复苏态势.....	15
3、 投资建议.....	15
4、 风险提示.....	16

图表目录

图 1： 各上市保险公司归母净利润增长暂时停滞.....	4
图 2： 各上市保险公司归母净利润同比均出现下滑.....	4
图 3： 剔除税收政策影响后，4 家上市险企归母净利润同比转正.....	5
图 4： 中国人寿受 2019 年税收政策调整影响较大.....	5
图 5： 2020 年上市险企会计估计变更导致税前利润减少.....	5
图 6： 中国人寿、新华保险受准备金增提影响较大.....	5
图 7： 750 天国债收益率曲线出现下移.....	6
图 8： 中国平安、中国太保营运利润稳步增长.....	6
图 9： 中国太保营运利润同比保持稳定.....	6
图 10： 新华保险、中国人寿实现新业务保费同比增长.....	7
图 11： 各家上市险企 2020 年新业务保费因策略不同，导致同比出现分化.....	7
图 12： 上市险企 2020 年新业务价值率均出现下滑.....	7
图 13： 中国平安年金险保费占比逐年提升.....	8
图 14： 新华保险趸交新业务保费占比逐年提升.....	8
图 15： 中国平安长期保障型产品新业务价值同比大幅低于其他产品.....	8
图 16： 上市险企 2020 年新业务价值均出现负增长.....	9
图 17： 上市险企 2020 年新业务价值同比收敛趋势不再.....	9
图 18： 多数上市险企人力规模出现下降.....	10
图 19： 行业代理人数量自 2012 年起首次出现下降.....	10
图 20： 内含价值同比出现下行.....	10
图 21： 2020 年财险保费同比整体承压.....	11
图 22： 车险保费占比较 2019 年有所下降.....	11
图 23： 车险综改后车险保费同比下降.....	12
图 24： 人保财险信用保证险拖累非车险业务同比增速.....	12
图 25： 上市险企综合成本率受短期赔付及市场竞争影响有所上升.....	12
图 26： 费用率延续自 2018 年起的下降趋势.....	13
图 27： 赔付率上升趋势逐渐显现.....	13
图 28： 2020 年上市险企净投资收益率均出现下降.....	13
图 29： 2020 年多数险企总投资收益率上行.....	13

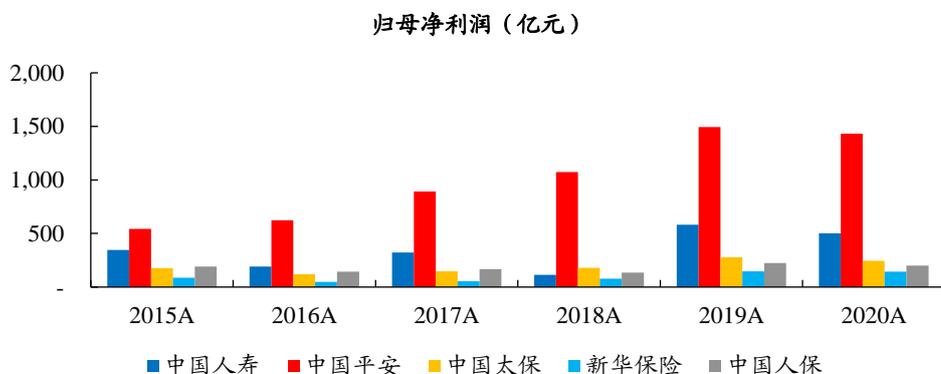
图 30: 2020 年上市险企月均人均新业务保费出现下滑.....	15
图 31: 近两周 10 年期国债收益率有所回落.....	16
表 1: 2020 年剔除税收政策影响后多数上市险企归母净利润同比转正.....	5
表 2: 内含价值预计回报成内含价值增长主要动能.....	11
表 3: 多数险企权益类资产配置占比提升.....	14
表 4: 债权类资产配置占比变动趋势出现分化.....	14
表 5: 现金及定期存款类资产占比出现下降.....	14
表 6: 预计 2021 年 Q1NBV 同比增速出现分化, 负债端维持弱复苏态势.....	15
表 7: 受益标的估值表.....	16

1、2020 年总结：疫情影响逐渐修复，负债端转型正当时

1.1、归母净利润同比均下降，不影响长期盈利能力

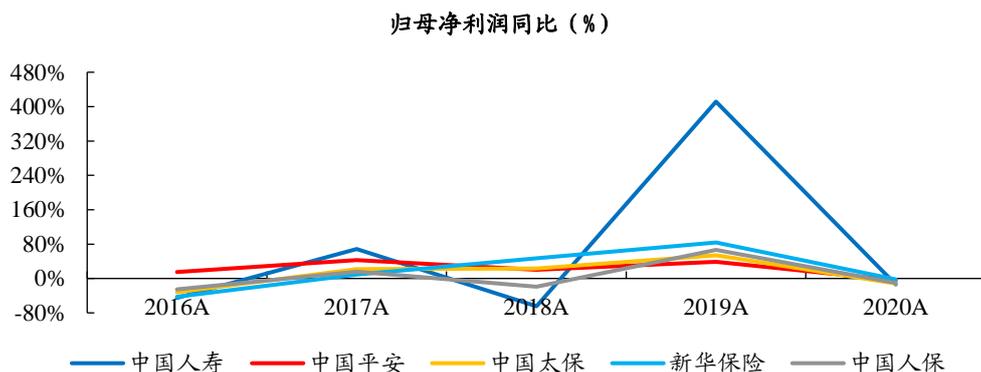
受税收导致的高基数及准备金增提影响，归母净利润同比下降。5 家上市保险公司 2020 年归母净利润均出现不同程度下滑，2020 年归母净利润及同比分别为：中国人寿 502.68 亿元，同比-13.8%；中国平安 1430.99 亿元，同比-4.2%；中国太保 245.84 亿元，同比-11.4%；新华保险 142.94 亿元，同比-1.8%；中国人保 200.69 亿元，同比-10.4%。归母净利润同比负增长主要受 2019 年保险公司手续费及佣金支出税前扣除政策调整带来的高利润基数与 750 天国债收益率下行导致增提保险合同准备金降低税前利润影响所致。

图1：各上市保险公司归母净利润增长暂时停滞



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图2：各上市保险公司归母净利润同比均出现下滑

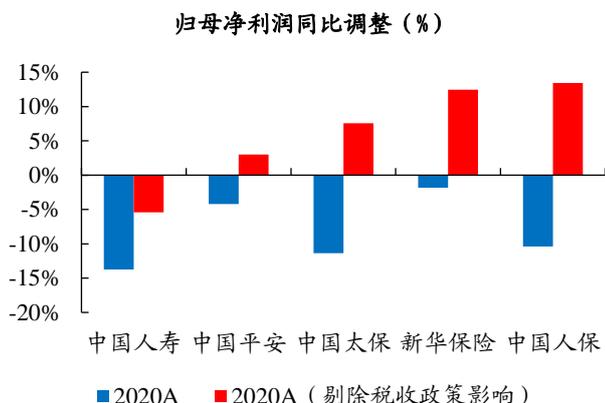


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：中国人寿 2019 年受投资收益及税收政策调整影响归母净利润同比+412%。

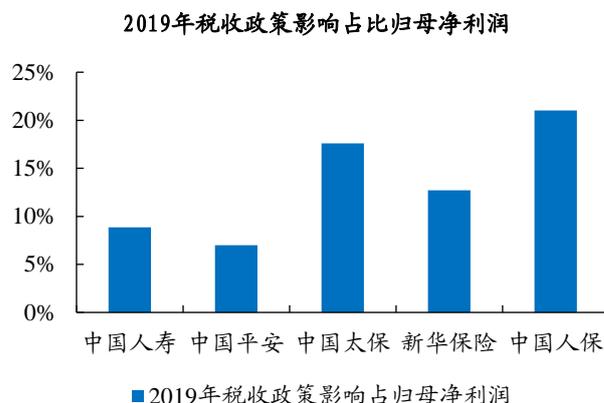
剔除税收政策影响后，多数上市险企归母净利润同比增长。税收政策调整为 5 家上市险企在 2019 年总计带来 270.43 亿元正向利润贡献，占比 2019 年总归母净利润比例达 9.93%。其中中国人保受其影响最大，税收政策调整正向利润贡献占比归母净利润达 21.00%，中国太保其次占比 17.59%。若将税收政策调整影响去除，4 家上市险企 2020 年归母净利润同比将恢复正增长：中国人保+13.41%、新华保险+12.47%、中国太保+7.54%、中国平安+2.98%。

图3: 剔除税收政策影响后, 4家上市险企归母净利润同比转正



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图4: 中国人寿受 2019 年税收政策调整影响较大



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

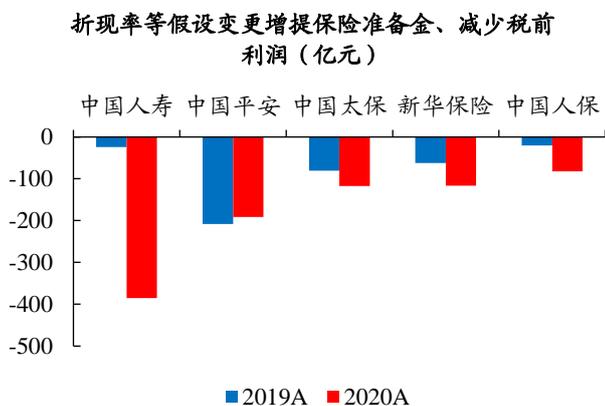
表1: 2020 年剔除税收政策影响后多数上市险企归母净利润同比转正

归母净利润 同比增速	2019A	2020A	2019A (剔除税收影响)	2020A (剔除税收影响)
中国人寿	411.51%	-13.76%	366.28%	-5.39%
中国平安	39.11%	-4.22%	29.38%	2.98%
中国太保	53.95%	-11.38%	26.87%	7.54%
新华保险	83.78%	-1.82%	60.43%	12.47%
中国人保	66.55%	-10.41%	31.57%	13.41%

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

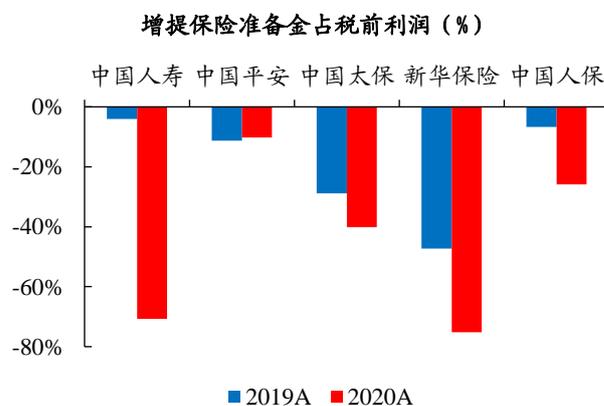
750 天国债收益率曲线下移压制险企短期利润释放。2020 年 5 家上市险企总计因会计估计变更增提保险合同准备金 892.47 亿元, 减少税前利润 892.47 亿元, 较 2019 年的 394.93 亿元同比增加 125.98%, 对上市保险公司短期利润表现造成一定压力。其中中国人寿准备金增提幅度最大, 2019 年增提 24.02 亿元, 2020 年增提 385.43 亿元, 同比增长近 1504.62%, 这一变动也是中国人寿在剔除税收政策影响后归母净利润同比仍未转正的原因。

图5: 2020 年上市险企会计估计变更导致税前利润减少



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图6: 中国人寿、新华保险受准备金增提影响较大



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

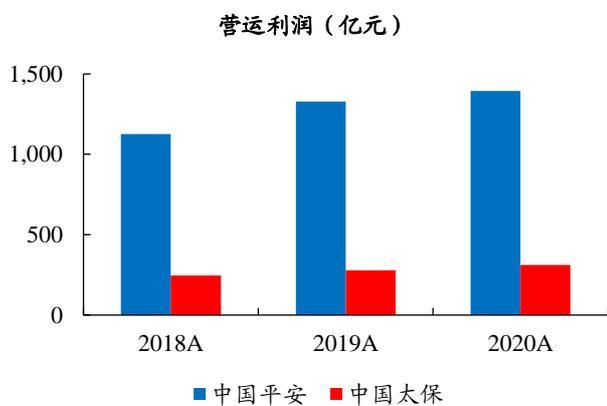
图7：750 天国债收益率曲线出现下移



数据来源：Wind、银保监会、开源证券研究所

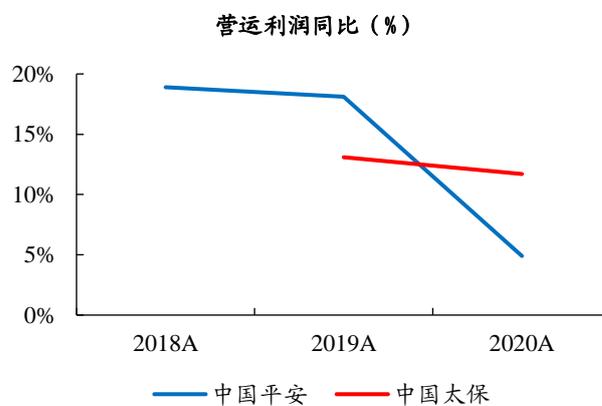
营运利润稳定增长，长期盈利能力有所保障。 营运利润去除短期投资波动、折现率等会计评估假设变动、一次性重大项目调整等因素影响，可更真实反映保险公司长期盈利能力，目前上市保险公司中中国平安、中国太保已经应用。2020 年营运利润分别为：中国平安 1394.70 亿元，同比+4.90%；中国太保 311.40 亿元，同比+11.70%。中国平安营运利润受科技投入、队伍建设等战略性投入加大及继续率波动影响导致营运经验偏差及其他项同比-55.7%，拖累整体营运利润同比增速。整体保持稳定增长，保险公司长期盈利能力稳健。

图8：中国平安、中国太保营运利润稳步增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

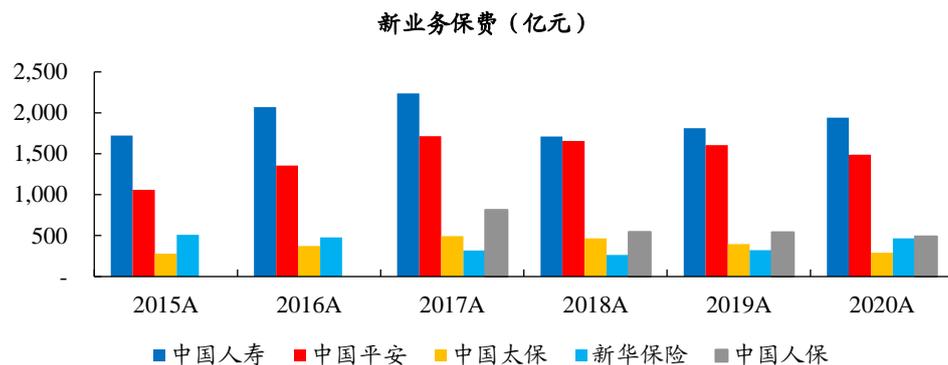
图9：中国太保营运利润同比保持稳定



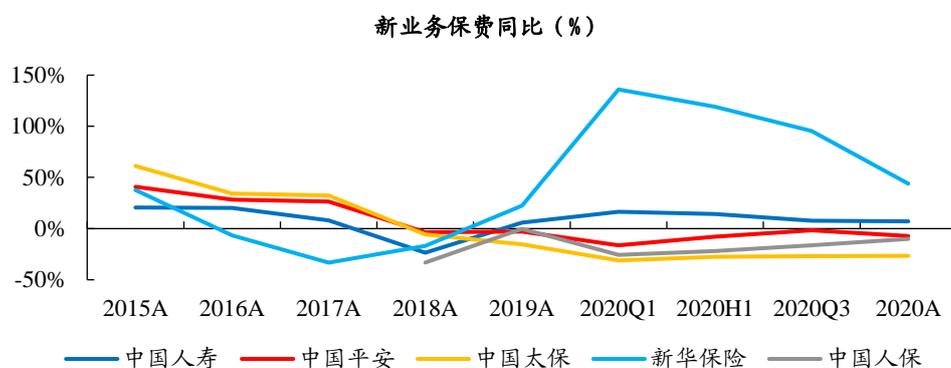
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

1.2、寿险：新业务价值增速表现不一，2020 年度策略有所分化

2020 年打法各有侧重，新业务保费增速表现不一。 中国人寿与新华保险对于 2020 年开门红阶段业务诉求较为强烈，中国人寿提前布局、新华保险通过银保渠道快速上量，开门红则全年红，带动全年新业务保费同比领先其余上市险企。中国平安、中国太保原意图淡化开门红阶段营销概念，但新冠疫情突然袭来导致业务节奏被迫调整，2020Q1 业务略显乏力。全年新业务保费新华保险实现 465.47 亿，同比+44.06%；中国人寿 1939.39 亿元，同比+6.98%；中国平安 1489.15 亿元，同比-7.21%；中国太保 290.35 亿元，同比-26.67%。

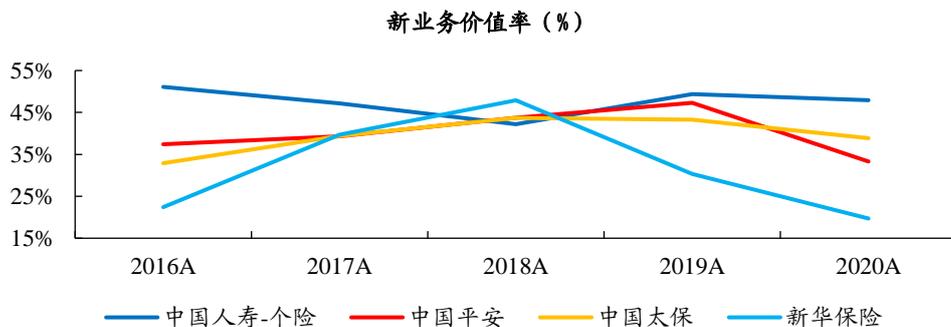
图10: 新华保险、中国人寿实现新业务保费同比增长


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图11: 各家上市险企 2020 年新业务保费因策略不同, 导致同比出现分化


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

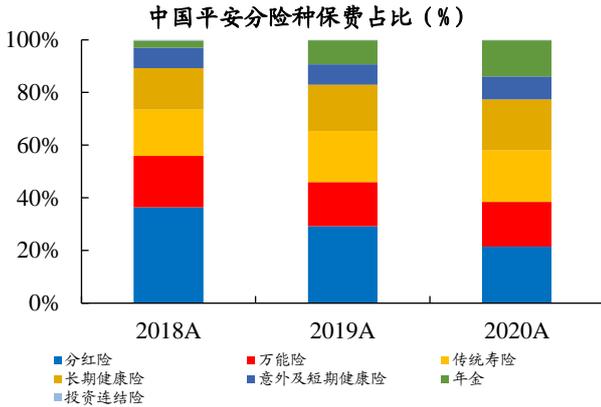
新业务价值率受策略及疫情影响出现下降。上市险企新业务价值率均出现下滑, 中国人寿下降 1.5pct 至 47.9%; 中国太保下降 4.4pct 至 38.9%; 新华保险下降 10.6pct 至 19.7%; 中国平安下降 14.0pct 至 33.3%。下降原因主要为部分险企将规模作为主要诉求, 在银保渠道投放一定量的趸交产品, 以及疫情导致高价值率产品销售阻力较大且继续率等业务品质指标出现恶化。预计后续随着疫情的好转及产品策略的切换, 新业务价值率将出现一定程度上的回升。

图12: 上市险企 2020 年新业务价值率均出现下滑


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

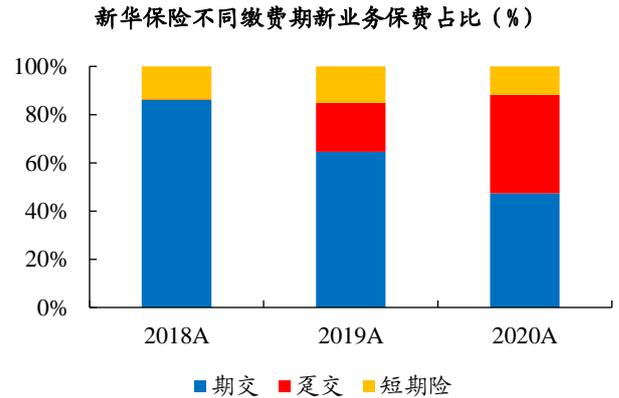
注: 中国人寿新业务价值率为个险渠道新业务价值率。

图13: 中国平安年金险保费占比逐年提升



数据来源: 中国平安公司公告、开源证券研究所

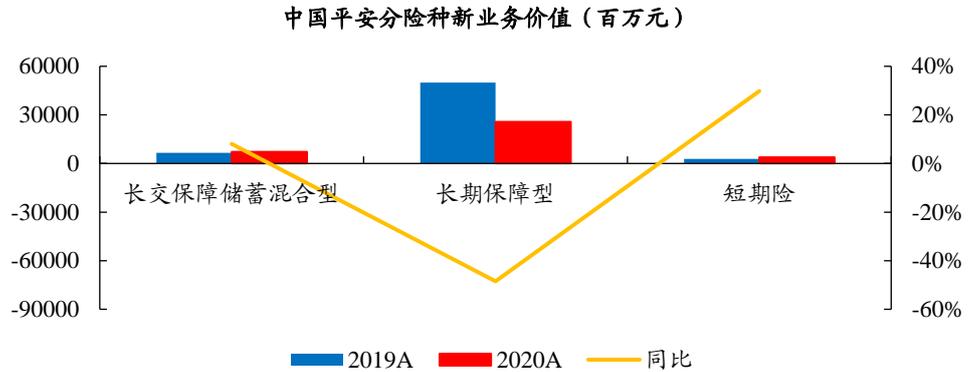
图14: 新华保险趸交新业务保费占比逐年提升



数据来源: 新华保险公司公告、开源证券研究所

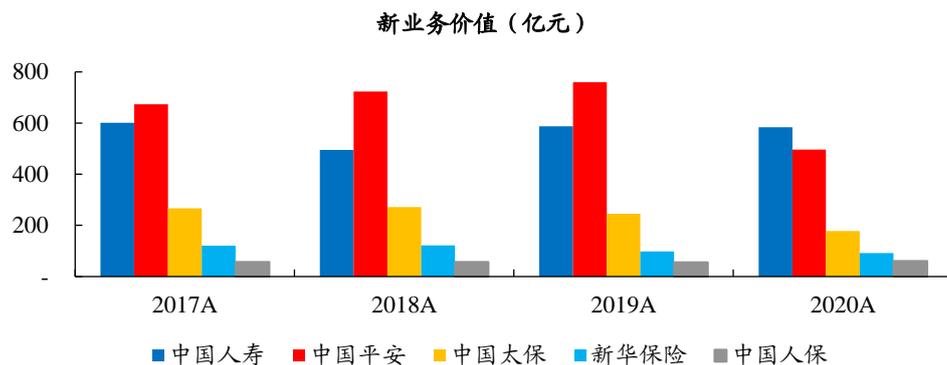
注: 上述数据仅统计个险及银保渠道新业务保费。

图15: 中国平安长期保障型产品新业务价值同比大幅低于其他产品

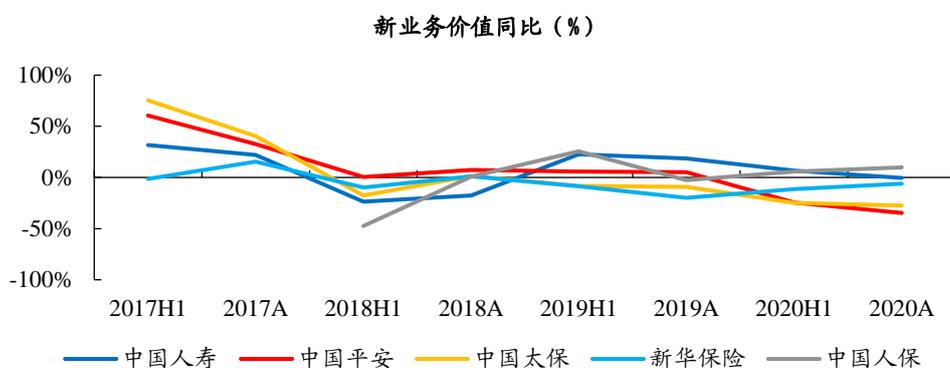


数据来源: 中国平安公司公告、开源证券研究所

新业务价值表现不一，年度策略出现分化。全年新业务价值达成分别为中国人寿 583.73 亿元，同比-0.55%；中国平安 495.75 亿元，同比-34.72%；中国太保 178.41 亿元，同比-27.47%；新华保险 91.82 亿元，同比-6.10%。在 2017-2019 年度，上市险企新业务价值达成表现为中期业绩在过渡到全年业绩时向同比稳定收敛，即前低后高或前高后低的趋势。2020 年由于开门红策略及疫情后应对举措不同，导致中国人寿、新华保险仍遵循原有趋势，而中国平安及中国太保新业务价值降幅同比出现不同程度扩大。不同上市险企的年度经营策略出现分化。

图16: 上市险企 2020 年新业务价值均出现负增长


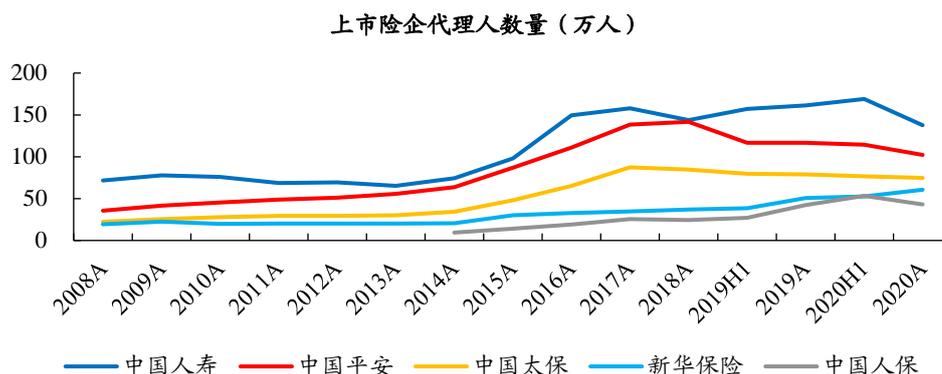
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图17: 上市险企 2020 年新业务价值同比收敛趋势不再


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

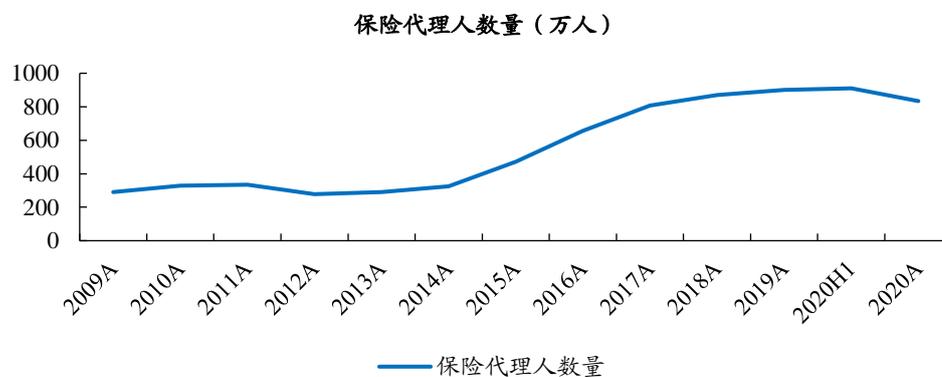
人力规模继续下降, 质在量先趋势延续。多数上市险企 2020 年营销员队伍规模随行业趋势进一步下降。中国人寿个险营销员降至 137.80 万人, 为 2016 年以来最低; 中国平安降至 102.38 万人, 较年初下降 14.31 万人; 中国太保月均营销员规模 74.90 万人, 较 2019 年的 79.00 万人下降 4.1 万人; 新华保险人力持续提升, 突破 60 万人, 达到 60.60 万人, 后续或将调整队伍经营重点至质态提升。行业代理人同样成下降趋势, 据银保监会披露, 2020 年报送保险统计信息系统的代理人数量为 834.4 万人, 自 2012 年以来首次出现下滑。本次上市险企队伍规模调整多为主动清退及考核淘汰, 与当前各保险公司打造高质量团队的方向一致, 且清除低质量代理人有利于保险行业专业度、整体声誉、合规经营的长期发展。

图18: 多数上市险企人力规模出现下降



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

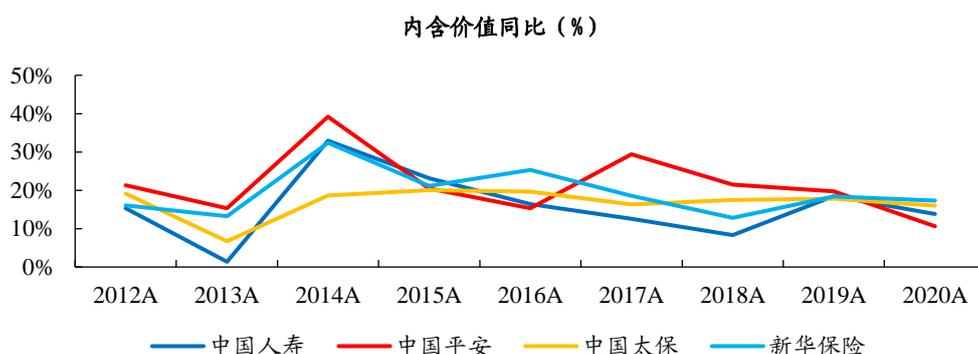
图19: 行业代理人数量自 2012 年起首次出现下降



数据来源: 银保监会、开源证券研究所

新业务价值表现拖累内含价值增速。上市险企内含价值同比增速均出现一定程度放缓, 主要原因为新业务价值增速承压及派发股东股息所致。内含价值预计回报贡献普遍高于新业务价值创造贡献, 内含价值内生增长动能超越外生新业务价值创造。从集团内含价值同比增速看, 新华保险同比+17.34%, 达 2406.04 亿元; 中国太保同比+15.99%, 达 4593.20 亿元; 中国人寿同比+13.80%, 达 10721.40 亿元; 中国平安同比+10.63%, 达 13281.12 亿元。

图20: 内含价值同比出现下行



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

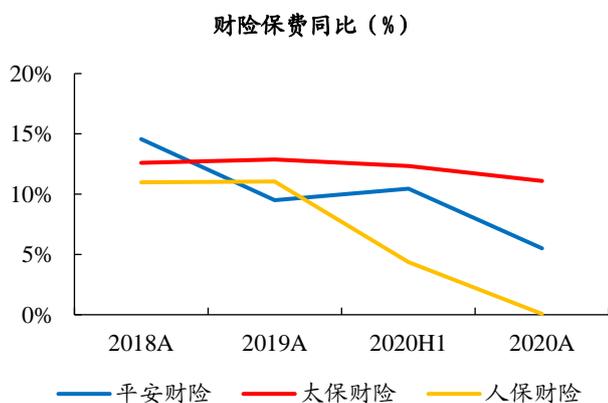
表2: 内含价值预计回报成内含价值增长主要动能

2020A 内含价值变动占比表 (占集团期初内含价值)	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	人保寿险
内含价值预计回报	8.07%	5.51%	7.01%	8.81%	7.98%
新业务价值创造	6.20%	4.80%	4.51%	4.48%	6.55%
营运经验偏差	0.06%	-0.93%	-0.17%	1.88%	-
投资回报差异	2.55%	-0.47%	1.65%	4.31%	7.61%
股东股息	-3.04%	-3.19%	-2.75%	-2.15%	-
期末内含价值	113.80%	110.63%	115.99%	117.34%	114.83%

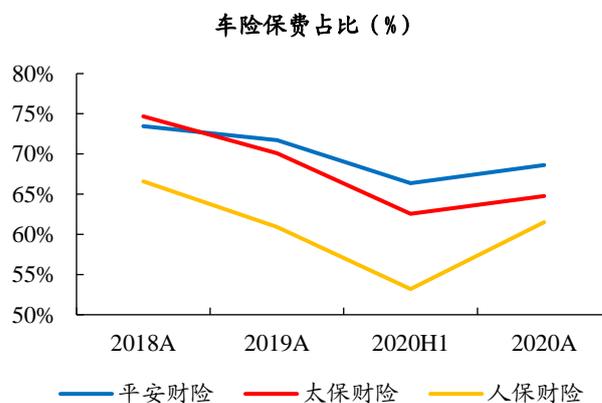
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

1.3、财险: 业务结构改善, 非车险占比持续提升

车险综改施压同比, 非车险快速增长改善业务结构。2020年3家上市险企财险业务均实现正增长: 太保财险+11.10%、平安财险+5.51%、人保财险+0.07%。其中, 车险业务自2020年9月19日车险综改正式实施后, 同比增速有所下降。2020年车险业务同比分别为太保财险+2.63%、人保财险+1.04%、平安财险+0.94%, 非车险业务同比分别为太保财险+30.94%、平安财险+17.08%、人保财险-1.44%。各家均为应对车险综改改善业务结构, 提升非车险业务占比, 以意健险、责任险及农业险为主要抓手实现非车险同比高增长。人保财险受信用保证险压降影响导致非车险同比出现负增长, 若剔除信用保证险影响, 2020年非车险实现同比+4.35%。

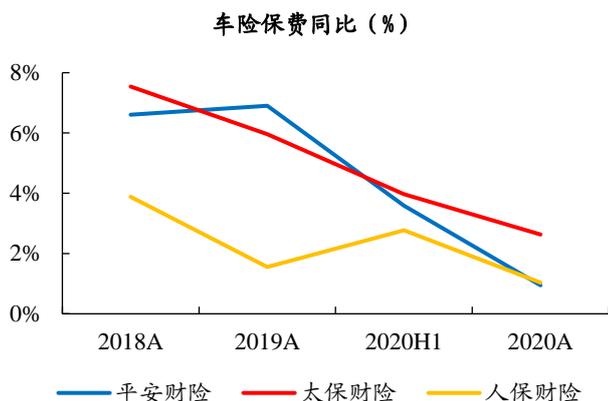
图21: 2020年财险保费同比整体承压


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图22: 车险保费占比较2019年有所下降


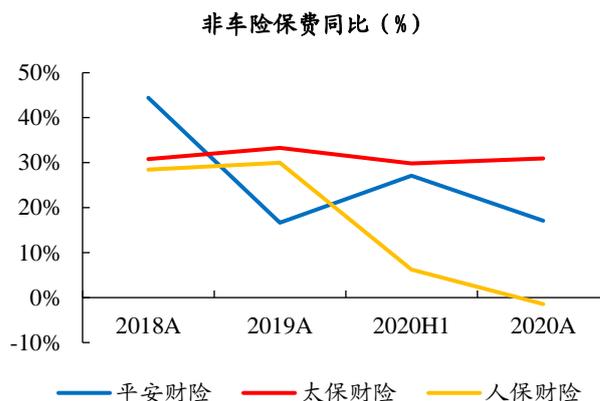
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图23: 车险综改后车险保费同比下降



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

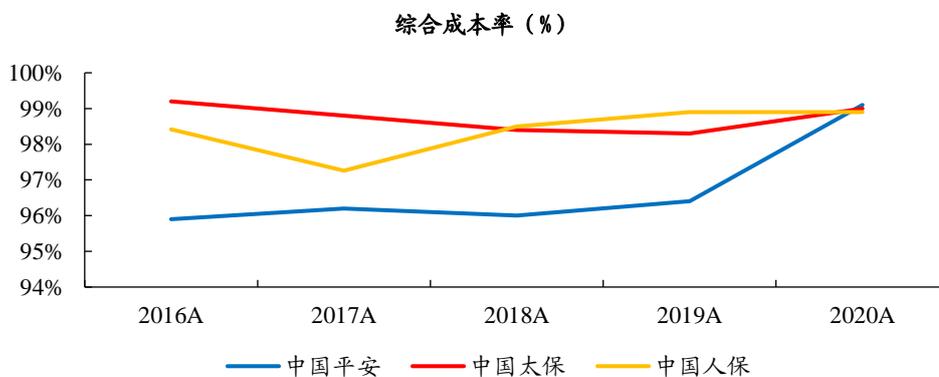
图24: 人保财险信用保证保险拖累非车险业务同比增速



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

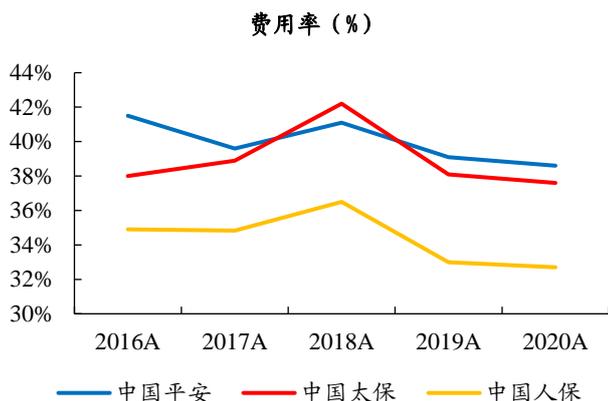
信用保证保险赔付率短期上升及车险市场竞争加剧带动综合成本率上行。综合成本率方面, 2020年分别为中国人保 98.9%、中国太保 99.0%、中国平安 99.1%, 其中费用率下行、赔付率上行趋势延续。赔付率分别提升: 中国平安 3.2pct 至 60.5%、中国太保 1.2pct 至 61.4%、中国人保 0.3pct 至 66.2%。分险种看, 信用保证保险、意外及健康险、责任险综合成本率高于整体水平, 受疫情影响, 平安财险保证保险综合成本率 111%、人保财险信用保证保险综合成本率 144.8%, 太保财险健康险赔付率为 113.8%、人保财险意外及健康险赔付率为 101.3%, 均超公司整体水平。

图25: 上市险企综合成本率受短期赔付及市场竞争影响有所上升



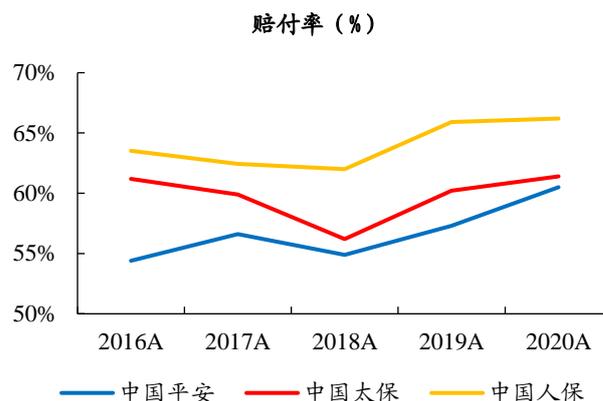
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图26: 费用率延续自 2018 年起的下降趋势



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图27: 赔付率上升趋势逐渐显现

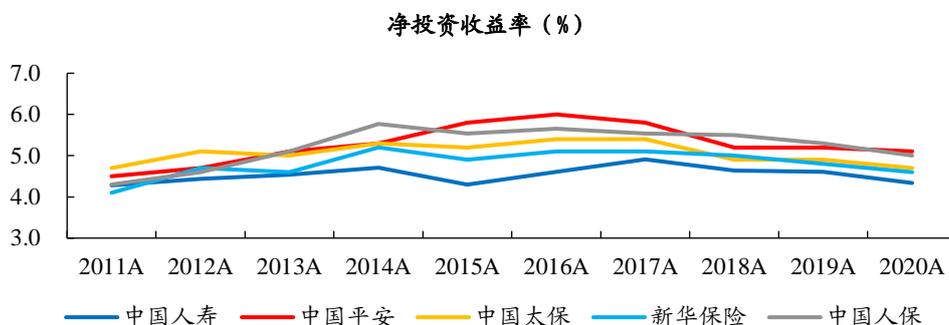


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

1.4、资产：投资收益率受权益市场带动上行

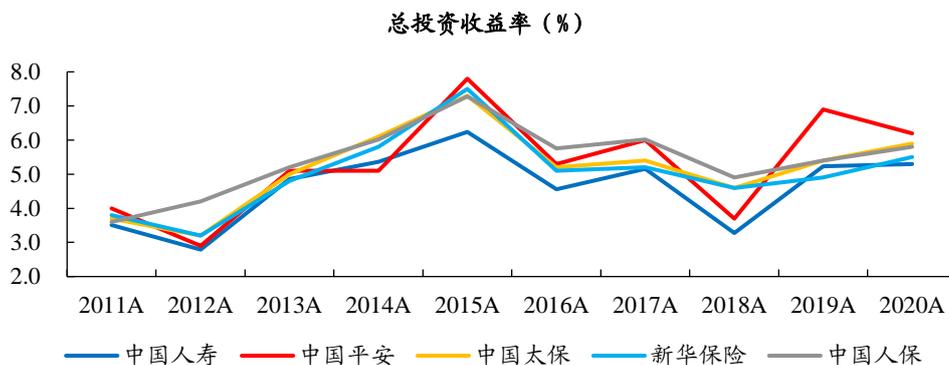
净投资收益率微幅下行，总投资收益率有所提升。净投资收益率受 10 年期国债收益率下行影响维持微幅下行态势，总投资收益率收到 2020 年权益市场好转带动有所提振。总投资收益率分别提升：中国人寿 0.07pct 至 5.30%；中国平安-0.7pct 至 6.20%；中国太保 0.5pct 至 5.90%；新华保险 0.6pct 至 5.50%；中国人保 0.4pct 至 5.80%。

图28: 2020 年上市险企净投资收益率均出现下降



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图29: 2020 年多数险企总投资收益率上行



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

权益类资产占比提升明显，现金类资产逐渐压降。受 2020 年权益市场好转及政策引导影响，多数上市险企权益类资产占比有所提升，中国太保占比提升 3.29%，新华保险占比提升 2.67%。整体呈现现金类及定期存款类资产向权益市场转移的趋势。

表3: 多数险企权益类资产配置占比提升

权益类占比	2019A	2020H1	2020A
中国人寿	16.95%	16.53%	17.11%
中国平安	14.04%	13.25%	13.47%
中国太保	14.37%	14.40%	17.66%
新华保险	18.70%	20.49%	21.36%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表4: 债权类资产配置占比变动趋势出现分化

债权类占比	2019A	2020H1	2020A
中国人寿	59.83%	59.11%	61.78%
中国平安	70.07%	70.72%	71.48%
中国太保	71.32%	69.19%	67.77%
新华保险	65.58%	61.59%	58.73%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表5: 现金及定期存款类资产占比出现下降

现金及定期存款	2019A	2020H1	2020A
中国人寿	16.64%	17.98%	14.92%
中国平安	9.56%	9.78%	8.40%
中国太保	13.73%	15.89%	14.09%
新华保险	9.03%	11.92%	14.05%

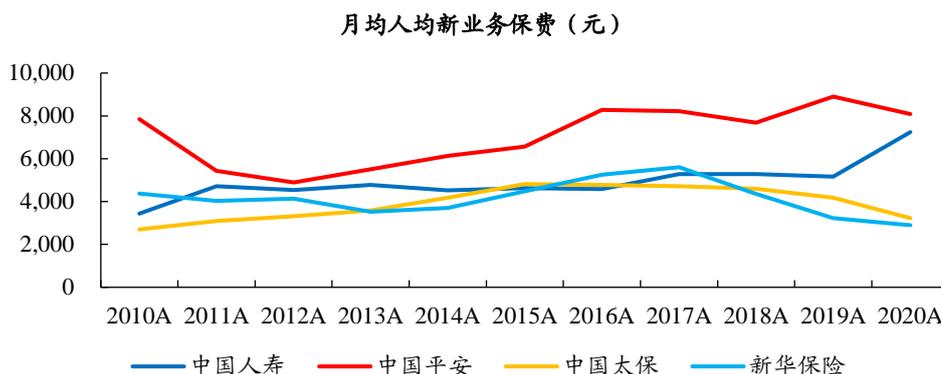
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2、2021 年展望：转型关键年，质稳方行远

2.1、渠道升级已成行业战略转型共识

打造高质量代理人队伍已成行业共识，2021 或成转型决战年。2021 年是中国人寿“重振国寿”战略推进、持续完善、深化改革的第三年，同时也是中国平安寿险改革的全面推广年、中国太保长航计划引领转型升级的第一年、新华保险的财富管理战略落地的第一年。各家上市险企在落实推广转型战略时均有一个共同的策略，即打造高质量的代理人渠道。目前看，该策略得到顶层方案设计者的认可，并加大方案、资源的倾斜投入。同时，一线业务管理人员认可、贯彻执行该策略，主动清退低产能代理人、增员时更注重质量而非数量。上下形成共识，突显优质人力对于团队氛围、整体产能与后续增员的明显优势。后续渠道升级、增员效果仍需一定观察。

人均产能受疫情影响下滑，2021 或实现回升。中国人寿 2020 年月均人均新业务保费实现提升，其余 3 家上市险企均出现下滑，主要系疫情、年度业务推进策略及代理人规模变动影响所致。预计 2021 年人均产能将随着疫情缓解及队伍规模稳定有所回升，但疫情或对居民保险消费需求及队伍增员产生一定迟滞影响。

图30：2020年上市险企月均人均新业务保费出现下滑


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：上表统计口径为个险渠道月均人均新业务保费。

2.2、预计开门红表现分化，负债端全年维持弱复苏态势

我们预计开门红表现受基数及策略影响出现分化，全年受转型推广带动维持弱复苏态势。受2020年开门红不同基数及2021年开门红备战策略影响，我们预计Q1NBV同比增速分别为：中国平安+15%、新华保险+11%、中国太保+3%、中国人寿-4%。差异主要来源于2020年开门红基数基础及主推产品策略及形态切换。全年来看，产品+服务体系完善及渠道升级进展较好的上市险企表现将优于市场，我们预计2021年NBV同比增速分别为中国平安+15%、中国太保+10%、新华保险+10%、中国人寿-2%。

表6：预计2021年Q1NBV同比增速出现分化，负债端维持弱复苏态势

预计NBV同比	2021Q1	2021A
中国人寿	-4%	-2%
中国平安	15%	15%
中国太保	3%	10%
新华保险	11%	10%

数据来源：开源证券研究所

3、投资建议

负债端维持弱复苏，关注后续增员进展和新产品销售。在2021年重视开门红的背景下，叠加1月末重疾产品切换带来的需求集中释放，预计各上市险企达成普遍符合公司年度计划。2季度工作重点在于增员及养客，主要险企增员门槛提升，注重优质代理人的招募，重“质”轻“量”，虽然增员压力较大，但我们认为一线业务管理人员已认同优质人力对于团队的重要性，优质人力占比的提升将利于后续负债端的进一步改善。负债端整体维持弱复苏态势，全年视角看，10年期国债收益率有所回升，保险2021年再投资利率扩张趋势较为确定，利于保险投资端利差扩张和估值修复。资产负债两端复苏，保险估值仍在历史低点，看好估值修复，推荐中国平安、中国太保，受益标的新华保险。

图31: 近两周 10 年期国债收益率有所回落


数据来源: Wind、银保监会、开源证券研究所

表7: 受益标的估值表

当前股价及评级表			EVPS				PEV			BVPS		PB		评级
证券代码	证券简称	2021/4/9	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2020A	2021E		
601318.SH	中国平安	77.16	72.65	82.63	94.41	1.06	0.93	0.82	41.72	48.00	1.85	1.61	买入	
601601.SH	中国太保	35.56	47.74	53.19	59.42	0.74	0.67	0.60	22.37	25.39	1.59	1.40	买入	
601336.SH	新华保险	47.24	77.13	90.24	105.58	0.61	0.52	0.45	32.59	35.93	1.45	1.31	未评级	

数据来源: Wind、开源证券研究所

4、风险提示

经济复苏不及预期; 保险需求超预期减弱。

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

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

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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

开源证券研究所

上海

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

深圳

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

北京

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

西安

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