

保险

2021年05月08日

供需两端拖累负债增长，关注代理人转型进展

——保险行业 2021 中期投资策略

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

吕晨雨（联系人）

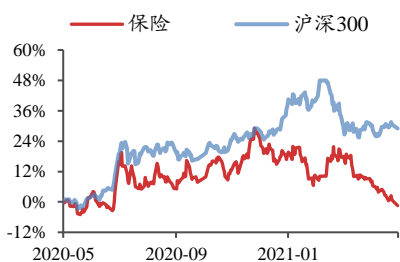
gaochao1@kysec.cn

lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790120100011

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《上市保险公司 2021 年 1 季度业绩综述-2021Q1 高开低走，后续关注代理人质态提升进展》-2021.5.2

《上市保险公司 3 月保费收入数据点评-新业务保费略低于预期，后续关注增员效果》-2021.4.14

《上市保险公司 2020 年年报点评及 1 季度业绩前瞻-新业务价值表现分化，行业转型升级正当时》-2021.4.11

● 估值处于历史低点，关注短期需求修复及长期队伍质态提升

保险股当前静态 P/EV 估值处于历史低点，负债端复苏进展不及预期及对后续复苏态势无法判断或为估值下降原因。保险公司均已着手转型升级代理人队伍，未来将通过提升代理人队伍质态及其专业能力切入中高端客户圈层，实现客户触达效率及需求发掘效率的提升。全年视角看，资产端利差同比扩张趋势较为确定，负债端复苏进展将决定保险股估值修复幅度，随着需求改善及代理人转型见效保险负债端有望进入改善周期。负债端长期增长动能或随各家公司代理人队伍转型深化启动，保险行业当前处于长、短向好周期起点，推荐寿险改革聚焦渠道、产品、经营升级且处于改革全国推广期的中国平安，受益标的友邦保险。

● 复盘：高开拉高预期，低走拖累股价

截至 2021 年 4 月 30 日，沪深 300 指数累计收益-1.7%，保险指数-16.3%，保险指数跑输沪深 300 14.6%。年初保险股涨幅主要受 2021 年上市险企开门红较早、新旧重疾定义切换带来的负债端表现超预期带动，但进入 2021M2、M3，疫情迟滞影响、代理人同比承压、重疾险需求集中释放影响导致负债端表现不及预期，保险股出现估值下杀。个股而言，5 家主要上市险企股价表现均有所承压，其中中国太保 2021 前 4 月最高涨幅达+19.8%，预计受新业务保费同比高增导致，但受制于开门红产品定价及新重疾产品增保降价影响，预计新业务价值率超预期下降，致使新业务价值表现低于预期，后续股价出现下挫。

● 展望：全年维持弱复苏态势，关注寿险转型进展

保险行业当前正处于长、短向好周期起点。长周期主要面临挑战为代理人渠道供给结构性错位，难以切入中高端客户市场，多数险企已关注该问题，并着手转型升级其代理人渠道，通过提升代理人质量及其专业能力，改善结构性错位问题。短周期主要受疫情迟滞影响、重疾需求短期集中释放共同作用导致保险保障需求快速下滑，随着疫苗接种及时间进展，预计需求将于 2021 年下半年有所修复。短周期向好带动全年弱复苏，长周期表现需关注寿险转型进展。

● 车险综改压力延续，非车险或成重要支柱；利率小幅波动，提供估值支撑

根据银保监会披露，车险综改实施以来，车均保费下降约 20%，受此影响，2021Q1 上市险企车险保费同比均承压：人保财险-6.7%、太保财险-7.0%、平安财险-8.8%，预计 2021M10 后车险保费数据将更准确地反映业务增长情况。同时，非车险快速增长，2021Q1 人保财险、太保财险非车险占比超 50%，分别为 57.6%、50.0%，未来或为财险公司重要利润来源，与车险业务共同打造双支柱模式。10 年期国债收益率围绕 3.2% 附近波动，险企 2021 年再投资利率扩张趋势较为确定，利于资产端利差扩张和估值修复。

● 风险提示：经济复苏不及预期；保险需求超预期减弱；上市保险公司转型受阻。

目 录

1、 2021 前 4 月复盘：高开拉高预期，低走拖累股价.....	4
1.1、 高开带动预期提振股价，低走拖累导致估值下杀.....	4
1.2、 个股表现略有分化，整体表现承压.....	5
2、 2021 中期展望：维持弱复苏态势，关注寿险转型进展.....	5
2.1、 寿险：2021Q1 高开低走，全年维持弱复苏态势.....	5
2.2、 车险综改压力延续，非车险快速增长缓解压力.....	11
2.3、 长端利率小幅波动，资产端实现估值支撑.....	12
3、 投资结论.....	13
4、 风险提示.....	15

图表目录

图 1： 2021 前 4 月保险股明显跑输沪深 300.....	4
图 2： 保险指数 2021 前 4 月跑输差距逐渐扩大.....	4
图 3： 中国人寿、中国平安代理人数量逐渐下降.....	4
图 4： 中国平安 2021Q1 寿险个人新业务保费同比逐月下行.....	5
图 5： 上市险企单月寿险保费同比 2021Q1 呈现高开低走态势.....	5
图 6： 中国平安 2021Q1 寿险个人新业务保费同比逐月下行.....	6
图 7： 2021M1 重疾险搜索指数明显提升，新旧重疾定义切换后出现下降.....	6
图 8： 2021Q1 健康险保费收入同比呈高开低走态势.....	6
图 9： 2021Q1 中国人寿、中国平安 NBV 表现分化.....	6
图 10： 保险营销员主要客户来源于缘故及转介绍.....	7
图 11： 多数保险营销员学历为本科以下.....	7
图 12： 我国保险代理人超 800 万人，占城镇人口比例超 1.0%.....	7
图 13： 人身险保费自 2017 年同比增速逐渐放缓.....	8
图 14： 保险可转移低频高损相应风险.....	8
图 15： 中国平安寿险改革聚焦渠道、产品、经营三方面.....	9
图 16： 中国太保自 2018 年起推动队伍升级.....	9
图 17： 中国每日接种疫苗数量领先其他国家.....	10
图 18： 2021Q1 车险同比全面承压.....	11
图 19： 头部险企市占率暂未出现明显提升.....	11
图 20： 2021Q1 单月车险保费同比明显承压.....	11
图 21： 2021Q1 多数险企非车险业务同比高增.....	12
图 22： 上市险企非车险业务占比持续提升.....	12
图 23： 主要上市险企投资资产规模稳步提升.....	12
图 24： 10 年期国债收益率围绕 3.2% 波动，较 2020 年同期回升明显.....	13
图 25： 中国平安寿险改革已进入全国推广阶段.....	13
图 26： 中国太保通过 AMS 评价体系及新基本法推动队伍升级.....	13
图 27： 太保财险、人保财险 2021Q1 保持同比正增长.....	14
图 28： 上市险企 2021Q1 财险业务增量主要为非车险.....	14
图 29： 保险股静态 P/EV 估值处于历史中枢下方.....	14

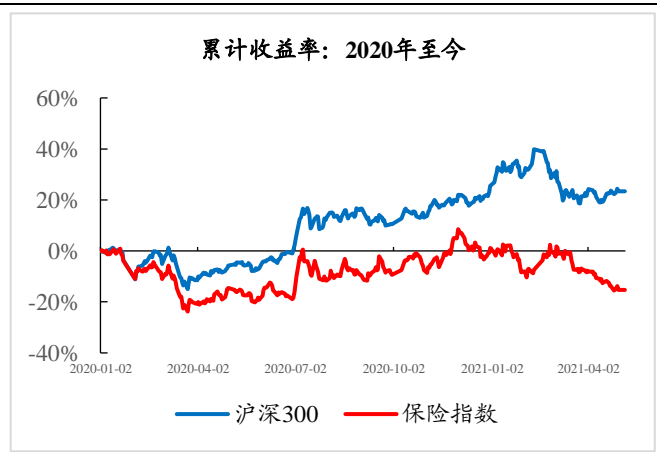
表 1: 多数保险产品预期给付次数低于缴费次数, 造成客户感知不佳.....	8
表 2: 多数上市险企均在健康及养老产业进行布局.....	9
表 3: 银保监会发文规范保险行业行为, 长期利好行业发展.....	9
表 4: 当前保险股估值处于历史低点	14
表 5: 受益标的估值表	15

1、2021 前 4 月复盘：高开拉高预期，低走拖累股价

1.1、高开带动预期提振股价，低走拖累导致估值下杀

高开带动预期，年初表现较好，低走拖累后续表现。2021 年截至 4 月 30 日，沪深 300 累计收益率-1.7%，保险指数-16.3%，保险指数跑输沪深 300 14.6%。2020 年沪深 300 全年累计收益+25.5%，保险指数+1.2%，保险指数跑输沪深 300 -24.3%。2020 年 1 月 1 日至 2021 年 4 月 30 日，沪深 300 累计收益+23.4%，保险指数-15.3%，保险指数跑输沪深 300 -38.7%，差距较年初扩大 14.4%。年初涨幅主要受 2021 年上市险企开门红较早、新旧重疾定义切换带来的负债端表现高预期带动，而 2021M1 各家上市险企表现均较符合预期，但进入 2021M2、M3，疫情迟滞影响、代理人同比承压、重疾险需求集中释放影响导致负债端表现不及预期，保险股出现估值下杀，逐渐接近 5 年历史中枢底部。

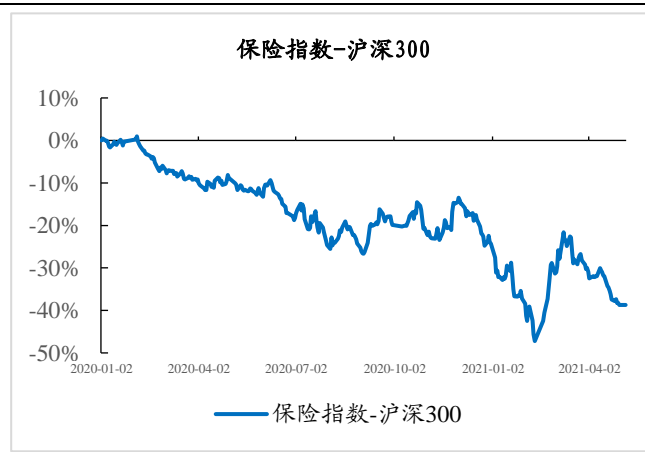
图1：2021 前 4 月保险股明显跑输沪深 300



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：数据截至 2021 年 4 月 30 日收盘。

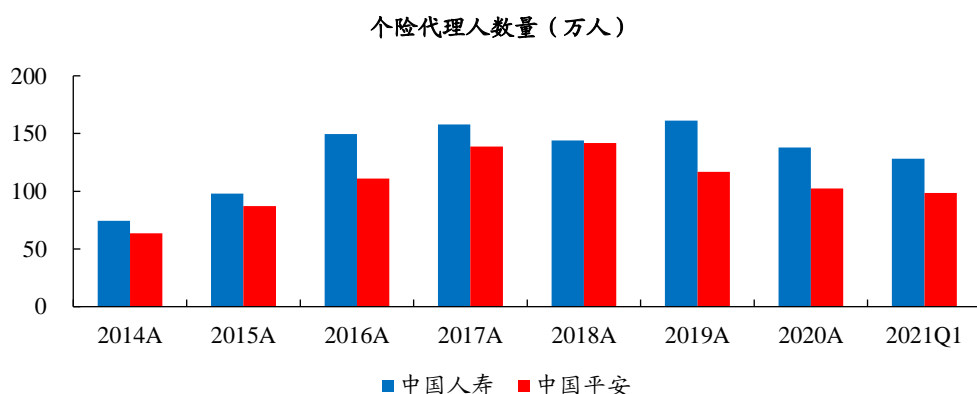
图2：保险指数 2021 前 4 月跑输差距逐渐扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：数据截至 2021 年 4 月 30 日收盘。

图3：中国人寿、中国平安代理人数量逐渐下降

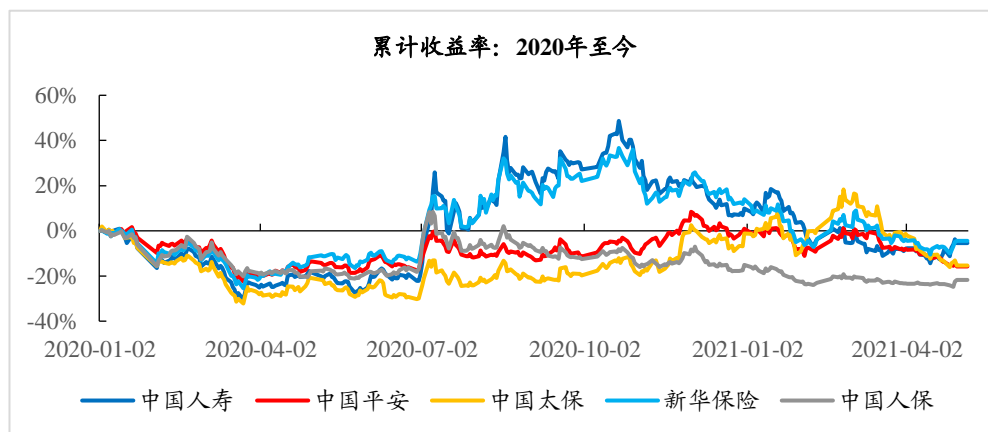


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

1.2、个股表现略有分化，整体表现承压

2021年前4月保险个股略有分化，但整体表现承压。2021年前4月保险股涨跌幅分别为：中国人寿-13.9%、中国平安-16.6%、中国太保-14.3%、新华保险-16.1%、中国人保-7.8%，整体表现承压。其中，中国太保2021年前4月最高涨幅达+19.8%，预计受新业务保费同比高增导致，但受制于开门红产品定价及新重疾产品增保降价影响，新业务价值率超预期下降，致使新业务价值表现低于预期，后续股价出现下挫。

图4：中国平安2021Q1寿险个人新业务保费同比逐月下行



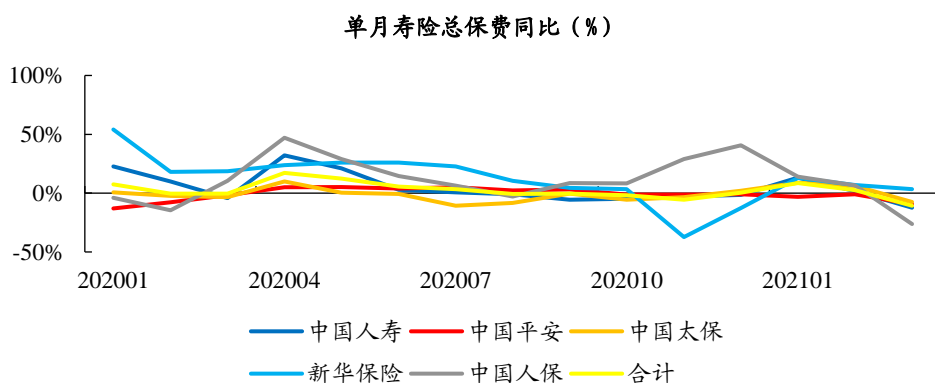
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、2021中期展望：维持弱复苏态势，关注寿险转型进展

2.1、寿险：2021Q1高开低走，全年维持弱复苏态势

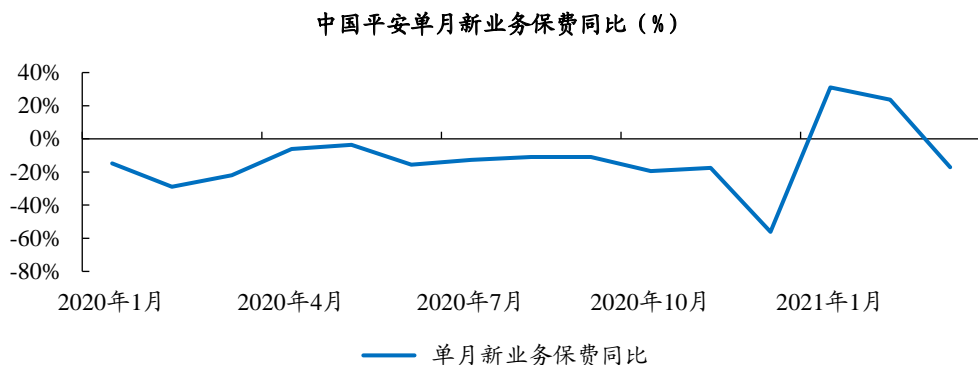
2021Q1高开低走，短期内疫情迟滞影响及需求集中释放拖累复苏。2021Q1上市险企保费呈现高开低走态势，2021M1保费受险企提前备战开门红及新旧重疾险定义切换释放短期需求实现高增，而受疫情迟滞影响及重疾险需求短期集中释放拖累，2021M2、M3保费同比增速放缓。新业务价值方面，2021Q1中国人寿同比-13.2%、中国平安同比+15.4%表现分化。

图5：上市险企单月寿险保费同比 2021Q1呈现高开低走态势



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图6: 中国平安 2021Q1 寿险个人新业务保费同比逐月下行



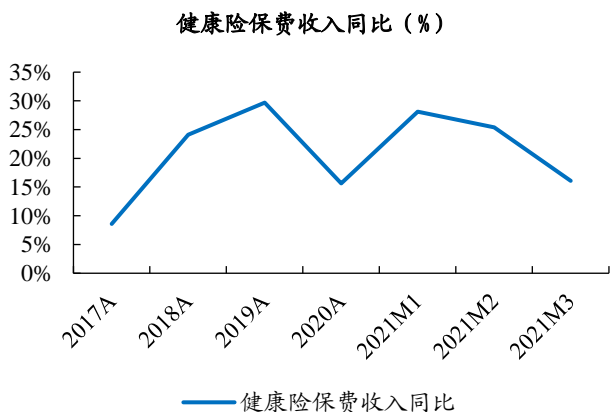
数据来源: 中国平安公司公告、开源证券研究所

图7: 2021M1 重疾险搜索指数明显提升, 新旧重疾定义切换后出现下降



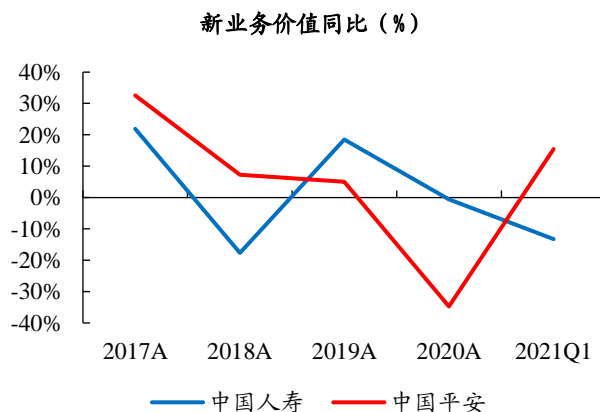
资料来源: 百度指数

图8: 2021Q1 健康险保费收入同比呈高开低走态势



数据来源: 银保监会、开源证券研究所

图9: 2021Q1 中国人寿、中国平安 NBV 表现分化

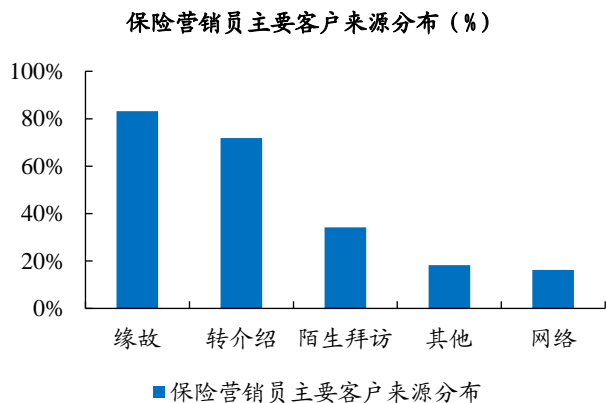


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

代理人渠道供给结构性错位, 难以切入中高端客户市场。根据《2018 年中国保险中介市场生态白皮书》披露, 83.2% 的保险营销员客户来自于缘故、71.8% 的保险营销员客户来自于转介绍, 代理人渠道营销较为依赖代理人自身所在圈层, 其所在圈层

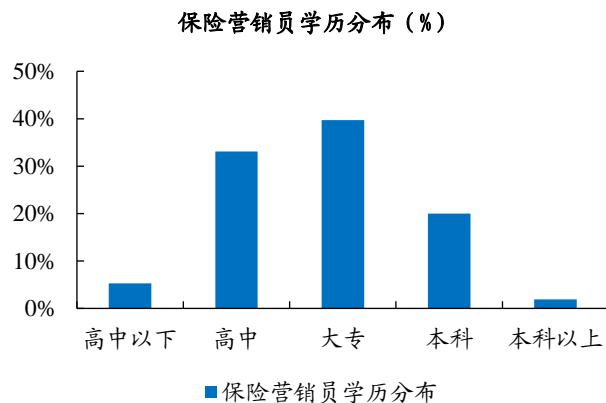
越高，可接触到的客户质量越高。而 2015-2017 年，保险行业代理人数量激增，自 2015 年末的 471 万人增长至 2017 年末的 807 万人，代理人数量的增加提升了保险公司可触达客户的规模，但由于高速增长代理人队伍质量参差不齐，难以增员高质量代理人以切入中高端客户市场，导致快速增长的保费规模掩盖了代理人渠道供给的结构性错位问题。

图10: 保险营销员主要客户来源于缘故及转介绍



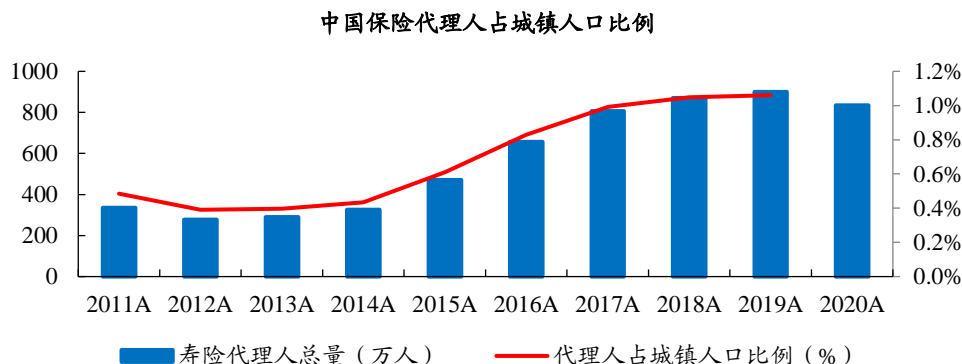
数据来源:《2018 年中国保险中介市场生态白皮书》、开源证券研究所

图11: 多数保险营销员学历为本科以下



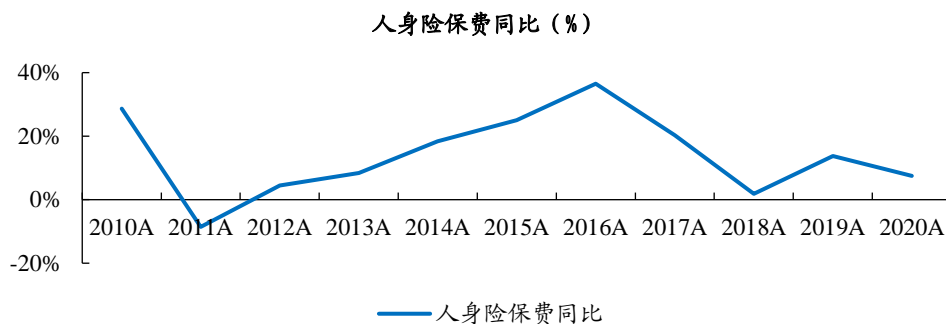
数据来源:《2018 年中国保险中介市场生态白皮书》、开源证券研究所

图12: 我国保险代理人超 800 万人，占城镇人口比例超 1.0%



数据来源: 银保监会、Wind、开源证券研究所

图13: 人身险保费自 2017 年同比增速逐渐放缓



数据来源: 银保监会、开源证券研究所

保险产品低频属性影响客户感知, “产品+服务” 升级仍在路上。保险产品可为客户转移高损低频事件发生后的财务损失风险, 但无论储蓄型产品或保障型产品, 均因风险是低频率事件而导致其缴费次数高于给付均次数的现象, 造成客户感知不佳: 缴费次数多, 给付次数少或给付时间较远且给付金额小。

图14: 保险可转移低频高损相应风险



资料来源: 开源证券研究所

表1: 多数保险产品预期给付次数低于缴费次数, 造成客户感知不佳

险种大类	险种类型	缴费期限 (主要)	给付次数 (通常)
寿险	定期寿险	趸缴、期缴	1
	两全寿险	趸缴、期缴	1
	终身寿险	趸缴、期缴	1
年金险	养老金产品	趸缴、期缴	多次小额
	非养老金产品	趸缴、期缴	多次小额
健康险	短期医疗险	趸缴、月缴	费用补偿
	长期医疗险	月缴、年缴	费用补偿
	短期疾病保险	趸缴	重疾 1 次, 中、轻症多次
	长期疾病保险	趸缴、期缴	重疾 1 次, 中、轻症多次

资料来源: 中国保险业协会、开源证券研究所

注: 上表缴费期限及给付次数仅作概念展示, 不排除存在缴费期限及给付次数不同于上表的产品

渠道+产品升级聚焦解决行业长期问题。渠道方面，各上市险企自2018年以来，均较关注代理人渠道升级，关注队伍质态提升，提升代理人自身质量及其专业能力，打造“三高团队”，从而切入中高端市场并提升代理人产能及留存，解决代理人供给的结构性错位问题。产品方面，上市险企布局健康及养老产业，通过产品、服务融合，为客户提供高频健康管理服务或养老照护服务，提升保险产品感知度，改善客户对于低频给付的认知，打造差异化竞争优势的同时，为公司创造新获客渠道及盈利点。

图15: 中国平安寿险改革聚焦渠道、产品、经营三方面



资料来源：中国平安公司公告

图16: 中国太保自2018年起推动队伍升级



资料来源：中国太保公司公告

表2: 多数上市险企均在健康及养老产业进行布局

保险公司	健康服务	养老服务
中国人寿	蛮牛健康	国寿社区
中国平安	平安好医生	平安臻颐年
中国太保	太保蓝本	太保家园
新华保险	健管中心+康复医院	新华家园

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

监管规范行业行为，长期利好行业发展。银保监会自2018年成立后，对保险行业形成贴身监管局面，不断规范、引导保险行业发展，短期施压负债端，长期看保护消费者、代理人、保险公司三方利益，利于保险行业长期健康发展。

表3: 银保监会发文规范保险行业行为，长期利好行业发展

时间	政策名称	监管方向
2018年5月4日	中国银行保险监督管理委员会办公厅关于组织开展人身保险产品专项核查清理工作的通知	产品设计
2019年8月30日	中国银保监会办公厅关于完善人身保险业责任准备金评估利率形成机制及调整责任准备金评估利率有关事项的通知	准备金评估
2020年4月1日	《关于长期医疗保险产品费率调整有关问题的通知》	产品设计
2020年8月1日	《关于保险公司发展独立个人保险代理人有关事项的通知（征求意见稿）》	代理人管理
2020年11月23日	中国银保监会发布《保险代理人监管规定》	代理人管理
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》	互联网保险
2020年12月29日	中国银保监会发布《关于发展独立个人保险代理人有关事项的通知》	代理人管理
2021年1月6日	银保监会人身险部向各人身险公司下发《关于进一步规范互联网人身保险业务有关事项的通知》	互联网保险

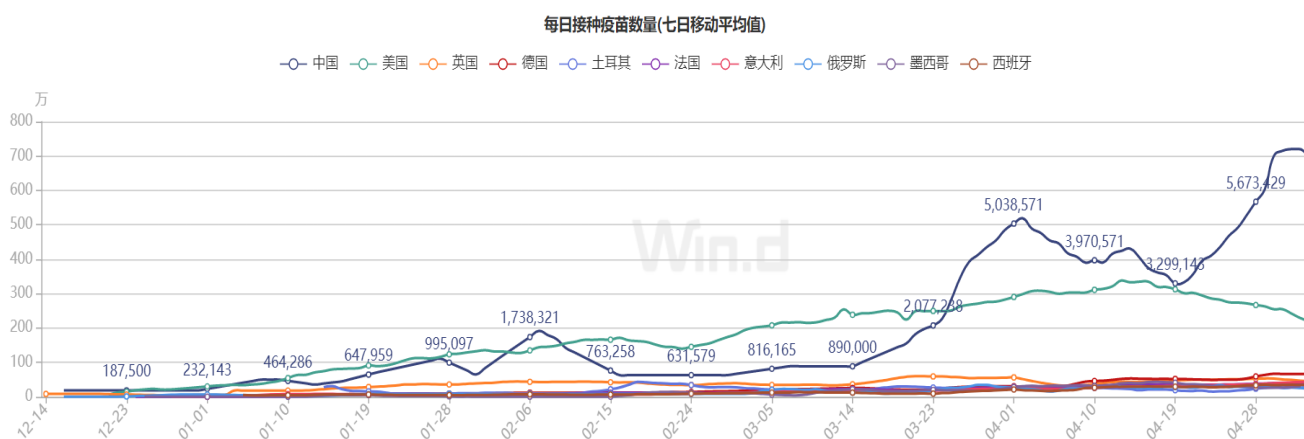
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

时间	政策名称	监管方向
	通知（征求意见稿）	
2021年1月11日	中国银保监会发布《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知》	短期健康保险业务
2021年1月20日	中国银保监会人身险部关于印发人身保险产品“负面清单”（2021版）的通知	产品设计
2021年1月22日	银保监会下发《保险销售指引（征求意见稿）》	销售行为
2021年3月22日	银保监会摸底人身险佣金制度 研究修订制度助力营销体制改革 《关于提供佣金制度有关材料的函》	代理人管理、营销体制
2021年4月1日	中国银保监会消费者权益保护局关于2020年第四季度保险消费投诉情况的通报	投诉情况通报
2021年4月7日	《关于进一步丰富人身保险产品供给的指导意见（征求意见稿）》	产品设计
2021年4月8日	中国银保监会办公厅关于深入开展人身保险市场乱象治理专项工作的通知	产品设计、营销体制、内部治理
2021年4月13日	中国银保监会向各险企下发《意外伤害保险业务监管办法（征求意见稿）》	产品设计
2021年4月13日	银保监会向各人身险公司下发《关于调研人身保险销售管理有关情况的函》	销售行为
2021年4月22日	银保监会人身险部向各人身险公司发布《关于短期健康险续保表述备案事项的通知》	短期健康险续保表述规范

资料来源：银保监会、财联社、开源证券研究所

疫苗接种加速国内疫情缓解，重疾需求有望触底回升。截至2021年5月5日，我国31个省（自治区、直辖市）和新疆建设兵团累计报告接种新冠疫苗2.89亿剂次，至少有超1.45亿人完成1剂次接种，接种比例19.8%。随着疫苗接种进展不断推进，居民对于未来疫情所带来的不确定性担忧较少，用于消费的资金或有所增加。同时，重疾险需求或随着新重疾险产品上市触底回升。

图17：中国每日接种疫苗数量领先其他国家



数据来源：Wind

注：数据截至2021年5月6日；我国累计报告新冠疫苗接种剂次数据来源于国家卫生健康委员会官方网站。

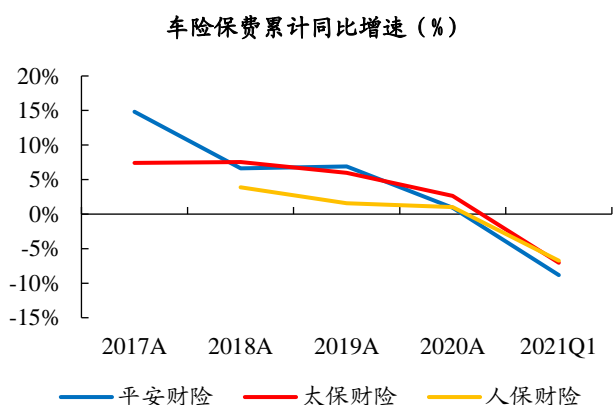
寿险行业当前处于长、短期新周期起点。长期看，寿险经历2018-2020年3年负债端增长底部后，新业务价值生产效率回归2015年水平，通过提升代理人队伍规模实现触达客户数量提升的途径已经成为历史，各家上市险企均意图通过提升代理人质量及专业能力切入中高端客户圈层，实现效率回升，当前看，代理人队伍转型已愈3年，长期供给结构改善趋势确定，处于负债端发展新周期起点。短期看，疫情影响

随着新冠疫苗接种不断消退，重疾险集中释放需求影响或已触底，随着需求改善及代理人转型见效，负债端有望进入改善周期。

2.2、车险综改压力延续，非车险快速增长缓解压力

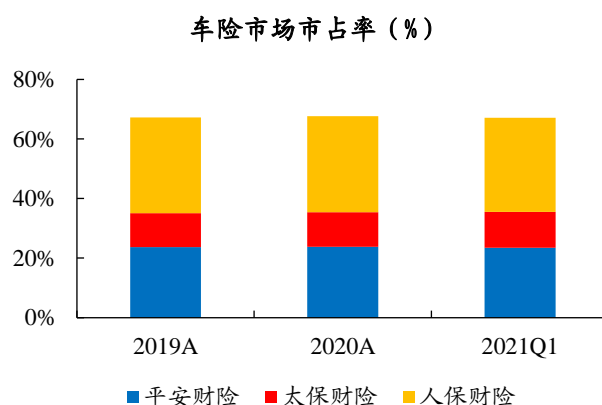
车险综改压力延续，2021 车险利空或将出尽。据银保监会披露，车险综改 2020 年 9 月 19 日正式实施后，车均保费下降约 20%，约 89% 的消费者保费支出下降，其中降幅超过 30% 的占比达到 63%，车均保费下降是导致车险保费收入同比承压的主要原因。预计车险综改压力将继续延续，但考虑到 2021 年 10 月车均保费降低影响将基数统一而消退，保费同比增长将更多反映车险业务发展情况，若无其他重大事件，2021 年车险利空或将出尽，大型险企受益于其享有定价权，市场份额或进一步提升。

图18: 2021Q1 车险同比全面承压



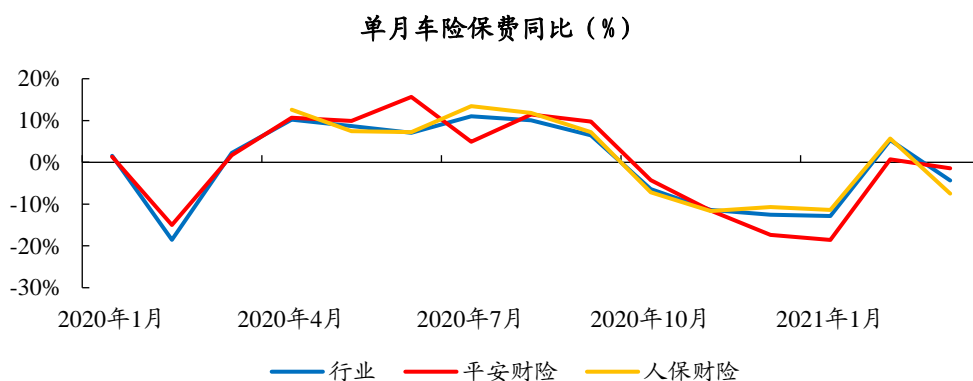
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图19: 头部险企市占率暂未出现明显提升



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图20: 2021Q1 单月车险保费同比明显承压

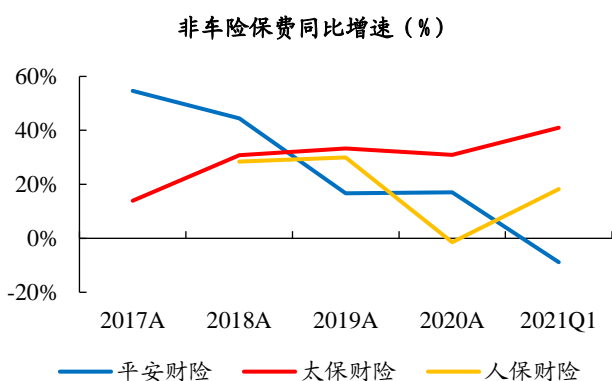


数据来源: 银保监会、各公司公告、开源证券研究所

非车险业务快速增长，缓解车险压力，未来或成双支柱模式。上市险企非车险业务受农险、责任险、意外与健康险带动，连年同比增长，缓解车险综改压力。2021Q1 非车险业务同比太保财险+41.0%、人保财险+18.3%、平安财险-8.8%；非车险业务占比逐年提升，人保财险、太保财险 2021Q1 非车险业务占比超 50%。非车险业务快速发展，未来或为财险公司重要利润来源，成为财险公司发展第二支柱，与车险业务

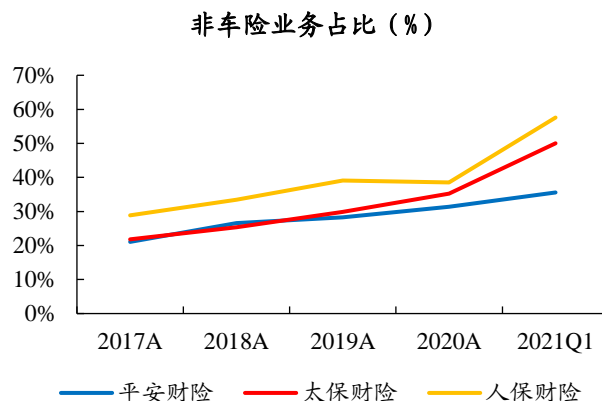
共同打造双支柱模式。

图21: 2021Q1 多数险企非车险业务同比高增



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图22: 上市险企非车险业务占比持续提升

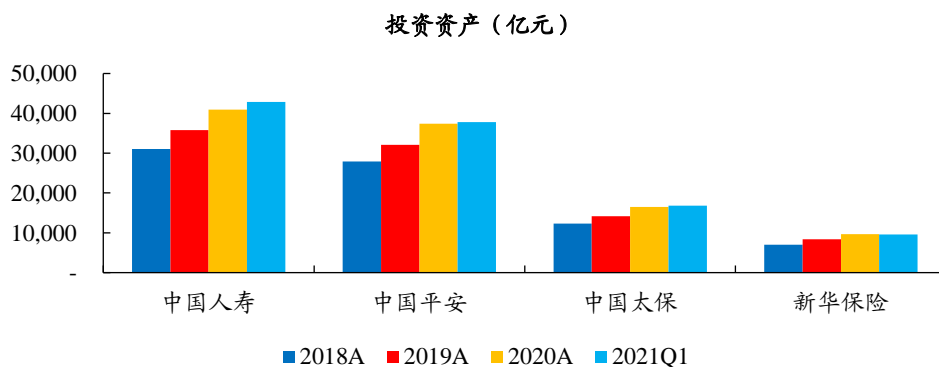


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

2.3、长端利率小幅波动，资产端实现估值支撑

10年期国债收益率围绕3.2%附近波动，全年利差同比扩张趋势确认。上市险企投资资产规模稳步增长，2021Q1 中国人寿总投资资产规模4.28万亿元，较年初增长4.5%；中国平安3.78万亿元，较年初增长1.1%；中国太保1.68万亿元，较年初增长2.0%；新华保险9574亿元，较年初下降0.9%。10年期国债收益率围绕3.2%波动，全年视角看，险企2021年再投资利率扩张趋势较为确定，利于资产端利差扩张和估值修复。

图23: 主要上市险企投资资产规模稳步提升



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图24: 10年期国债收益率围绕3.2%波动, 较2020年同期回升明显

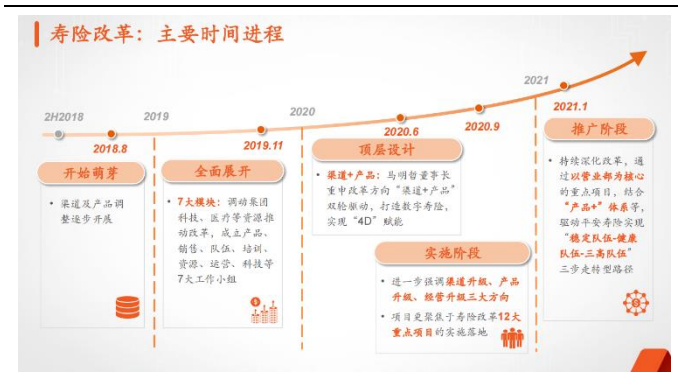


数据来源: 银保监会、Wind、开源证券研究所

3、投资结论

寿险当前处于行业长、短周期起点, 长期问题持续改善, 短期问题预计下半年缓解。寿险行业经历 2015-2017 年高速发展后, 通过提升代理人队伍规模提升触达客户数量的边际效用逐渐降低, 2018 年后各家上市险企着手代理人队伍转型升级, 提升队伍质态, 实现切入中高端市场并提升队伍保险需求发掘能力, 提升触达效率。自 2018 年来转型升级已达 3 年, 我们认为, 当前处于行业向好长周期的起点。短期看, 疫情对需求的压制影响仍在, 重疾险需求受到短期集中释放透支影响逐渐转弱, 预计随着疫苗接种进展及重疾险需求恢复, 下半年负债端压力将逐步缓解, 当前时点处于疫情及需求修复短周期起点。

图25: 中国平安寿险改革已进入全国推广阶段



资料来源: 中国平安公司公告

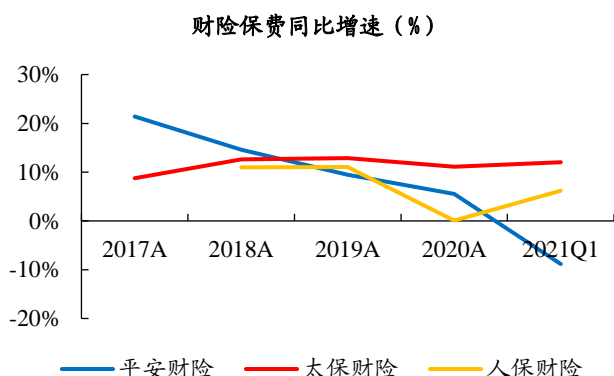
图26: 中国太保通过 AMS 评价体系及新基本法推动队伍升级



资料来源: 中国太保公司公告

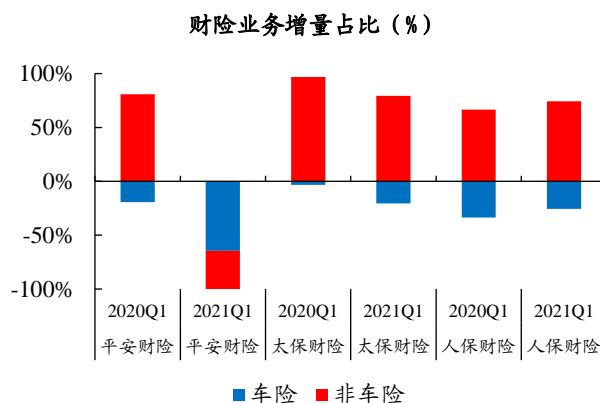
财险业务受非车险业务增长提振, 车险利空或于 2021 出清。2021Q1 财险保费增速分别为: 太保财险+12.0%、人保财险+6.2%、平安财险-8.8%, 非车险对财险增长贡献较大, 增量产比多数超 100%, 且人保财险、太保财险 2021Q1 非车险业务占比均超 50%, 分别为 57.6%、50.0%, 成为财险业务重要支柱。车险综改影响将延续, 车均保费降低影响预计将持续至 2021M10, 若无其他重大变化, 因车险综改于 2020 年 9 月实施, 2021M10 后的车险保费数据将更准确地反映业务增长情况。

图27: 太保财险、人保财险 2021Q1 保持同比正增长



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

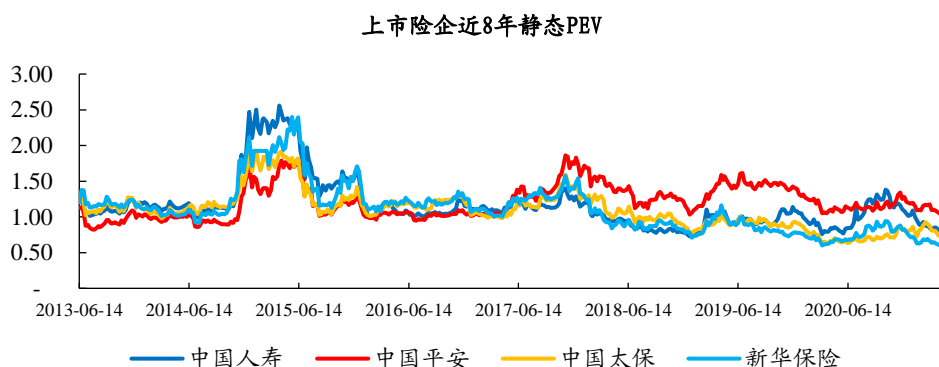
图28: 上市险企 2021Q1 财险业务增量主要为非车险



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

估值处于历史低点, 关注短期需求修复及长期队伍质态提升。 保险股当前静态 P/EV 估值处于历史低点, 负债端复苏进展不及预期及对后续复苏态势无法判断或为估值下降原因。长期看, 保险行业负债端主要面临代理人队伍数量提升无法提升触达客户数量的挑战, 保险公司均已着手转型升级代理人队伍, 未来将通过提升代理人队伍质态及其专业能力切入中高端客户圈层, 实现客户触达效率及需求发掘效率的提升。短期看, 疫情带来的不确定性随着国内疫苗接种进展逐渐减弱, 重疾险需求透支情况将随时间不断修复, 保险需求或于下半年有所复苏。全年视角看, 资产端利差同比扩张趋势较为确定, 负债端复苏进展将决定保险股估值修复幅度, 随着需求改善及代理人转型见效, 保险负债端有望进入改善周期。负债端长期增长动能或随各家公司代理人队伍转型深化启动, 保险行业当前处于长、短向好周期起点, 推荐寿险改革聚焦渠道、产品、经营升级且处于改革全国推广期的中国平安, 受益标的友邦保险。

图29: 保险股静态 P/EV 估值处于历史中枢下方



数据来源: Wind、各公司公告、开源证券研究所

表4: 当前保险股估值处于历史低点

上市险企	当前 PEV	EVPS (人民币元)	近5年历史中位数	当前所处历史分位数	P/EV 2021E
中国人寿	0.86	37.93	1.03	20%	0.76
中国平安	0.96	72.65	1.23	2%	0.86

上市险企	当前 PEV	EVPS (人民币元)	近 5 年历史中位数	当前所处 历史分位数	P/EV 2021E
中国太保	0.68	47.74	0.97	7%	0.62
新华保险	0.62	77.13	0.91	2%	0.53

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

注：上述公司除中国平安、中国太保外，数据来源于 Wind 一致性预期；上表对应股价为 2021 年 5 月 7 日收盘价。

表5：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	2021/5/7	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2020A	2021E	
601318.SH	中国平安	70.10	72.65	82.34	93.80	0.96	0.85	0.75	41.72	46.05	1.68	1.52	买入
1299.HK	友邦保险	84.50	35.28	38.38	42.22	2.40	2.20	2.00	34.09	36.08	2.48	2.34	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上表股价为 2021 年 5 月 7 日收盘价；单位为人民币元；除中国平安外，数据来自 Wind 一致性预期。

4、风险提示

经济复苏不及预期；保险需求超预期减弱；上市保险公司转型受阻。

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