

2021年06月09日

# 保险

# 行业专题报告

## 利率持续下行对人身险公司的影响

### 投资要点

- ◆ **人身险易受利率下行风险困扰：**我国人身险公司以利差为主要盈利来源，决定了公司经营与利率走向高度相关。中国人寿曾披露过 2004-12 年利源情况，其利润中利差占比在 75%-115% 之间波动。2016 年起保险业向保障回归，险企对利差的依赖性有所降低。但近几年行业转型承压下，对利差依赖度有所提升，平安新业务价值利源中，利差在新业务价值占比依然不低，2020 年达 40.7%，即便长期保障型产品中利差占比也达 28.5%。
- ◆ **资产负债久期缺口是利率风险的关键：**1) 理论上若资产和负债完全匹配，不留缺口，可对利率风险完全免疫，然而实际操作中，资产负债错配现象客观存在。2019 年，时任银保监会人身险部副主任贾斌指出，我国人身险负债久期平均 12.44 年，资产久期平均 5.77 年，缺口 6.67 年。2) 人身险公司产品定价、准备金评估、资产价值等诸多方面受到利率波动的影响。资产负债错配，久期缺口越大，面对利率波动的风险敞口就越大。
- ◆ **利率下行影响诸多方面：**1) 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产价值变动，同时折现率的下行也会导致公司增提责任准备金，侵蚀当期利润。2) 现金流折现法下，折现率与利率密切相关。折现率变化对各类资产和负债评估产生影响，利率持续下行对公司净资产造成损耗。3) 权益投资不变下，再投资和新增固收类资产投资收益率下行，导致利差益收窄甚至出现利差损。4) 实际资本缩水，同时对最低资本的要求提升，偿付能力充足率面临下行风险。5) 表观财务数据不佳情况下，对公司经营形成反噬，譬如投资高风险高收益资产，对产品结构过度矫正等。
- ◆ **利率下行侵蚀内含价值，新业务价值亦可能缩水：**1) 利率持续下行将对人身险公司净资产造成损耗，进而影响调整净资产，同时有效业务也会缩水。以平安为例，2020 年报敏感性测算显示，长期投资收益率假设下滑 50bp 情况下，平安寿险 EV 将缩水 7.17%。2) 从 NBV 对投资收益率的敏感分析来看，平安和大保新业务的开拓对利差的敏感度较上市同业更小，公司投资收益率的稳定对 NBV 的重要性不言而喻，利率的长期下行对投资收益率的挑战不容忽视。
- ◆ **投资建议：**人身险经营模式决定着其受利率影响较大，利率下行对人身险公司经营的潜在伤害较大，鉴于此我们推荐坚定保险回归保障、营销员转向顾问式改革的头部险企，中国平安 A 和中国太保 A。目前两者对应 2021E P/EV 为 0.83x 和 0.63x，处近五年历史后 7% 和后 9% 分位，估值性价比高。
- ◆ **风险提示：**利率下行超预期，权益市场景气度下行，寿险改革不及预期

 投资评级 **领先大市-A 维持**

首选股票	评级
601318	中国平安 买入-A
601601	中国太保 买入-A

### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.49	-18.30	-30.18
绝对收益	1.03	-14.25	-2.38

### 分析师

 崔晓雁  
 SAC 执业证书编号：S0910519020001  
 021-20377098

### 报告联系人

 范清林  
 fanqinglin1@huajinsec.cn  
 021-20377065

### 相关报告

- 保险：4 月寿险受去年高基数承压，新单依旧萎靡 2021-05-18
- 保险：三月寿险新单萎靡，蓄客养客期待四五联动 2021-04-18
- 保险：2 月寿险新单延续增长态势，产险同比增速回正 2021-03-18
- 保险：续期拖累月度保费增速，NBV 值得期待 2021-02-24
- 保险：12 月寿险保费同比+0.09%，产险保费同比-11.03% 2021-01-19

## 内容目录

一、利率风险对人身险的影响不容忽视 .....	3
(一) 人身险经营模式决定着其受利率影响较大 .....	3
(二) 资产负债错配导致利率风险，人身险公司风险更高 .....	4
二、利率下行对各类报表的影响 .....	5
(一) 对财务报表的影响 .....	5
(二) 对偿付能力的影响 .....	8
(三) 其他方面影响 .....	10
三、利率持续下行损耗 EV 和 NBV .....	11
四、投资建议 .....	12
风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1：近十年来世界主要经济体十年期国债到期收益率走势 .....	3
图 2：2020 年 GDP 前十国家十年期国债到期收益率比较（截至 2021 年 6 月 8 日） .....	3
图 3：人身险公司利率风险简要图 .....	4
图 4：平安寿险新业务价值利差占比 .....	4
图 5：我国新发债券结构情况 .....	5
图 6：每年新发债券久期构成 .....	5
图 7：平安寿险利润波动因素影响（亿元） .....	6
图 8：750 日均线有一定的滞后性 .....	6
图 9：2020 年上市险企投资资产结构 .....	6
图 10：上市险企净投资收益/总投资收益 .....	6
图 11：利率下行，利差益收窄示意图 .....	7
图 12：上世纪 90 年代日本十年期国债收益率持续下行 .....	8
图 13：上市 90 年代日本存款/贷款利率 .....	8
图 14：我国一年期存款利率走势 .....	8
图 15：我国寿险保单产品预订利率 .....	8
图 16：相关准备金分类 .....	9
图 17：平安寿险 EV 敏感度（长期投资收益率-50bp 影响） .....	11
图 18：长期投资收益率-50bp 时寿险 NBV 下滑幅度（2020 年） .....	11
图 19：中国平安和中国太保传统险（包括长期健康险）保费占比 .....	12
图 20：中国平安和中国太保 NBVM 明显优于同业 .....	12
图 21：中国平安 NBV 构成情况 .....	13
图 22：中国太保 NBV 构成情况 .....	13
图 23：上市险企（A 股）近五年 P/EV 走势 .....	13
图 24：中国平安近五年 P/EV 走势 .....	13
图 25：中国太保近五年 P/EV 走势 .....	13
表 1：相关利率分类 .....	9
表 2：评估利率调整（根据 750 日均值动态调整，建立长期机制） .....	9

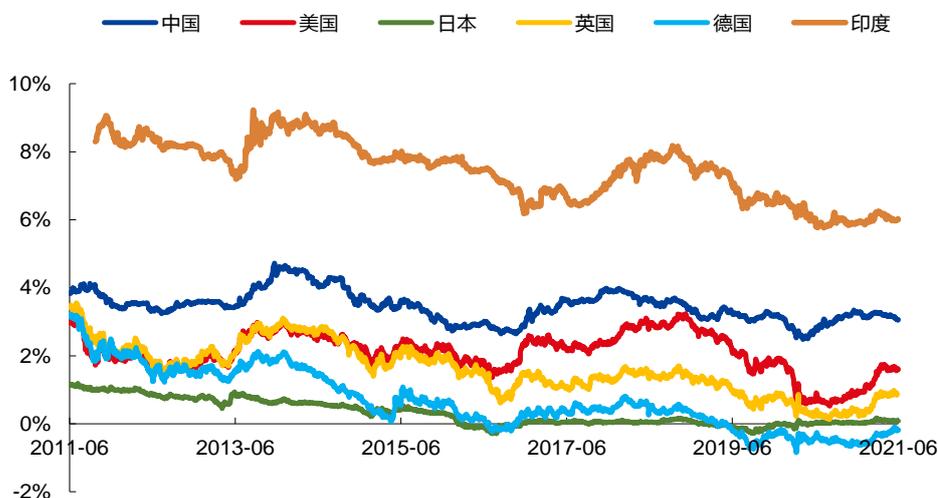
## 一、利率风险对人身险的影响不容忽视

### （一）人身险经营模式决定着其受利率影响较大

考虑到对生产力极大推动的突破性技术尚未出现或取得实质进展，经济增长动力趋弱；货币超发背景下，货币的收益率自然走低。长期来看，我们认为我国面临趋势性利率下行风险。

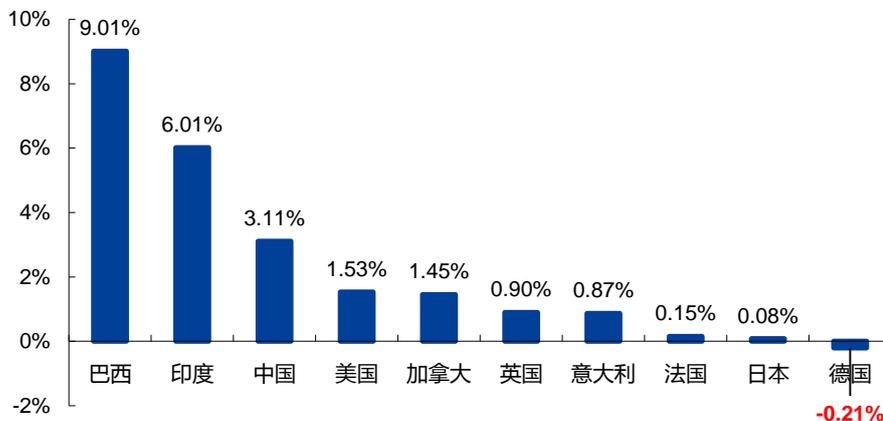
我们将人身险业务看成现金流分配业务，前期收入保费，后期赔付（包括满期给付、分红等），这其中涉及到客户资金的时间价值问题，即利差的核心。货币的时间价值和利率密切相关，简言之，当货币的未来收益不确定时，对于能否覆盖后期赔付也存在不确定性。保险公司的货币收益情况，由于资金主要配置在债券、存款、债权型投资产品等，与利率有较高的相关性。

图 1：近十年来世界主要经济体十年期国债到期收益率走势



资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：2020 年 GDP 前十国家十年期国债到期收益率比较（截至 2021 年 6 月 8 日）



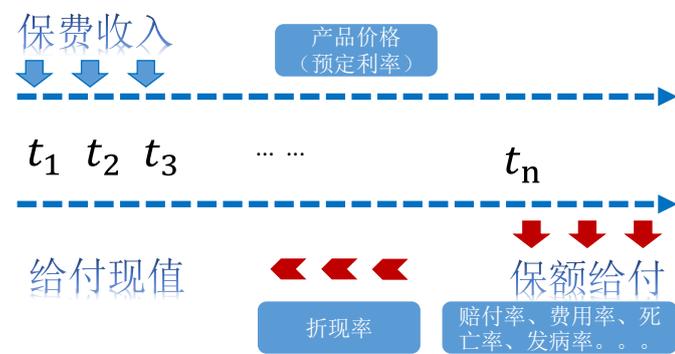
资料来源：wind，华金证券研究所

简化来看保险公司的经营模式是，收取保费，保费形成浮存金转化为投资资产。保险公司将浮存金进行投资，获得投资收益以覆盖其成本，剩下的便是公司盈利。从盈利上来看，传统人身保险公司的利润来自三差——利差、死差和费差。

中国人寿曾经披露过期利源情况，在 2004-2012 年，其利润中利差占比在 75%~115% 之间波动，常年位于 80% 以上。2016-19 年，保险业向保障回归，险企对利差的依赖性有所降低。平安的产品结构和渠道结构在上市险企中最优，对利差依赖度最低。但通过平安披露的新业务价值利源，可以看到利差在新业务价值中占比依然不低，2016-19 年平均 34.8%。2019 年以来，行业转型承压，利差占比明显提升，2020 年由上年的 35.1% 升至 40.7%，长期保障型产品中利差占比也由此前的 24% 左右升至 28.5%。

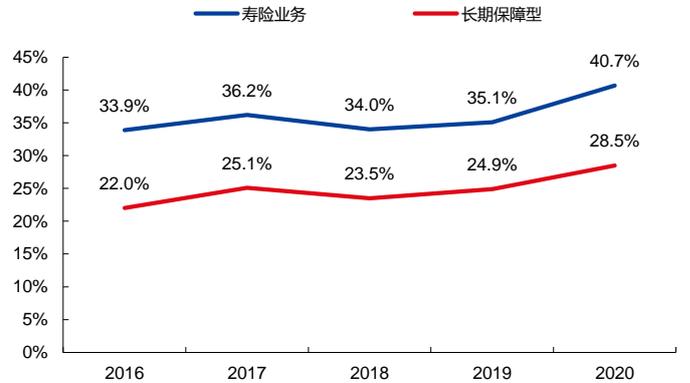
我国人身险公司以利差为主要盈利来源，决定了公司的经营与利率走向高度正相关。

图 3：人身险公司利率风险简要图



资料来源：华金证券研究所

图 4：平安寿险新业务价值利差占比



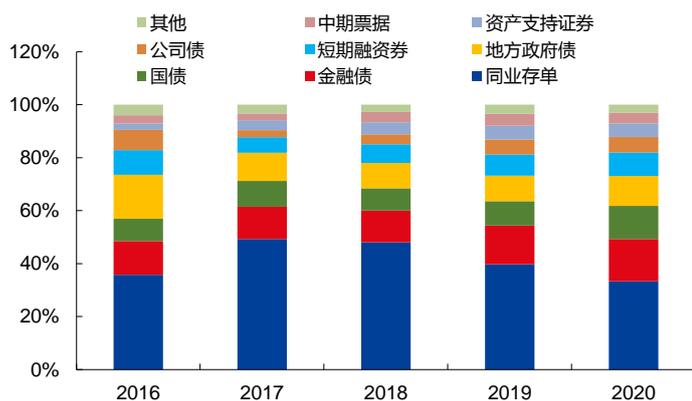
资料来源：公司公告，华金证券研究所

## （二）资负错配导致利率风险，人身险公司风险更高

极端假设来看，如果人身险公司对各类保单收取的保费，按照对应的久期购买相应的利率债，即提前锁定久期和收益率情况，使得资产和负债达到完全匹配，不留缺口，理论上就对利率风险完全免疫。实际上，一是由于资产负债完全匹配不太科学，长久期的无风险收益资产，如利率债供给毕竟有限，我国每年新发债券中，近 80% 在 5 年期以下；二是人身险公司为了获取超额收益主动错配，也会配置短期交易类资产。无论主动还是被动，人身险公司资产负债久期的缺口客观存在，是导致利率风险产生的根本原因。可以参考以下数据：2019 年 8 月时任银保监会资金部主任袁序成指出，“我国保险业平均负债久期 13.19 年，资产久期 5.76 年，缺口 7.43 年”；同年底举办的 2019 保险资产管理高峰论坛上，时任上海保交所董事长曾于瑾沿用这一口径。2019 年新浪金麒麟·保险高峰论坛上，时任银保监会人身险部副主任贾枫指出，“我国人身险负债久期 12.44 年，资产久期 5.77 年，缺口 6.67 年”。

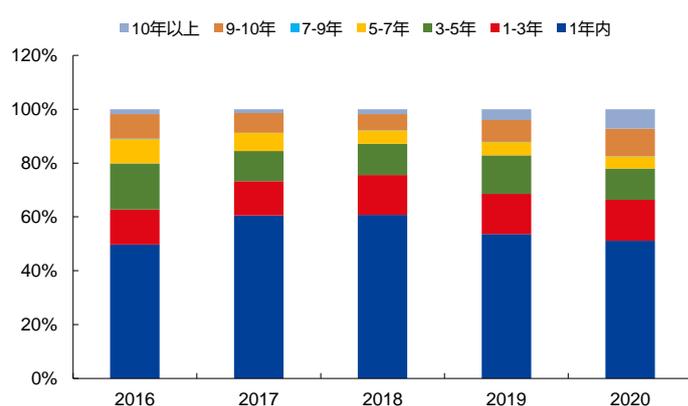
相较财产险，人身险公司负债久期更长，对保险金的运用要求更高，暴露的资产负债久期缺口更大，而久期缺口越大、风险敞口就越大，面对的利率风险也就越高。

图 5：我国新发债券结构情况



资料来源：wind，华金证券研究所

图 6：每年新发债券久期构成



资料来源：wind，华金证券研究所

## 二、利率下行对各类报表的影响

由于人身险公司本质上经营现金流，利率下行对其各类报表均产生影响，主要体现在 1) 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产价值变动，对利润表有影响；2) 折现率变化对各类资产和负债评估产生影响；3) 再投资和新增固收类资产投资收益率下行，导致利差收益收窄甚至出现利差损；4) 实际资本缩水，同时对最低资本的要求提升，偿付能力充足率面临下行风险；5) 表观财务数据不佳情况下，对公司经营形成反噬，迫使公司投资高风险高收益资产，对产品结构过度矫正等。

### (一) 对财务报表的影响

由于人身险公司的资产久期普遍小于负债久期，负债端受到利率持续下行的负面影响要大于资产端。如果利率持续下行，资产负债双端重估，会对股东权益造成损耗，即净资产缩水。同时，当前会计准则下，在利率下行初期，以公允价值计量的固收类资产价值上升，交易性金融资产（公允价值计且变动算入当期损益的金融资产）价值增量计入当期利润，可供出售金融资产价值增量计入其他综合收益。

在不考虑综合溢价情况下，十年期国债收益率曲线 750 日均线下移，会导致传统险（长期寿险和长期健康险）责任准备金折现率下行，增提责任准备金，进而减少当期利润。需要指出的是，由于 750 日均线相对当期利率波动有一定滞后性，且波动幅度被时间加权熨平，当期净利润变化对反映利率波动和价值重估之间关系的程度有限。这里，传统准备金折现率假设=10 年期国债收益率曲线 750 日均+综合溢价<sup>1</sup>。2017 年会计准则要求准备金折现率基础利率曲线由以前的 750 日均，改为三段式：750 日均（20 年内）、终极过渡曲线<sup>2</sup>（20-40 年）、终极利率<sup>3</sup>（40 年以上）。会计准则变更下，受单一 750 日均线下行影响导致准备金提取抬升的风险一定程度上得到解决，尤其是保障属性更强/保单期限更长的保单利润空间得到一定程度的释放。可以看到，

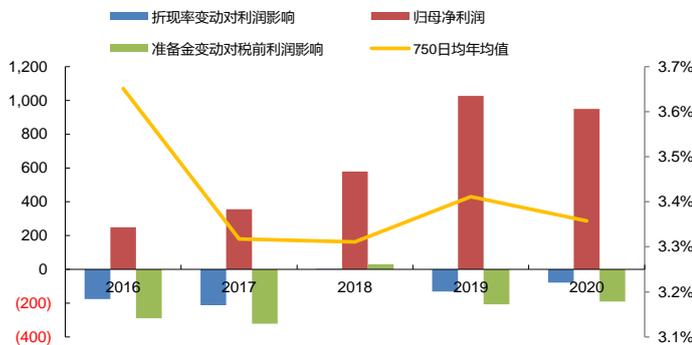
<sup>1</sup> 综合考虑国债收益率的税收效应、流动性补偿和逆周期调节因素，上调幅度最大为 120bp

<sup>2</sup> 采用二次插值法（用于一元函数在确定的初始区间内搜索极小点的一种方法）

<sup>3</sup> 4.5%

2017年之后，平安寿险折现率变动（下滑）对净利润的侵蚀程度大大降低，当然这其中也有2019-20年投资端大放异彩对净利润贡献的因素。

图 7：平安寿险利润波动因素影响（亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

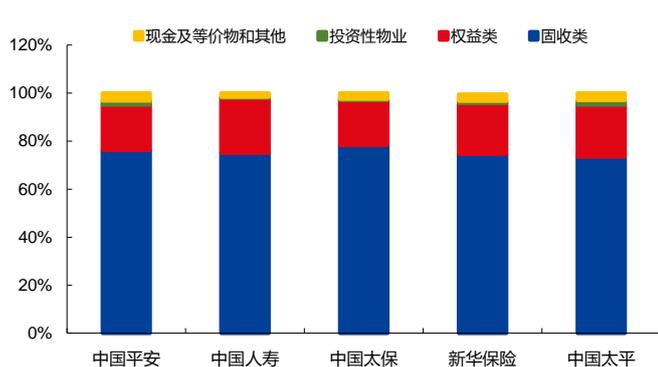
图 8：750 日均线有一定的滞后性



资料来源：wind，华金证券研究所

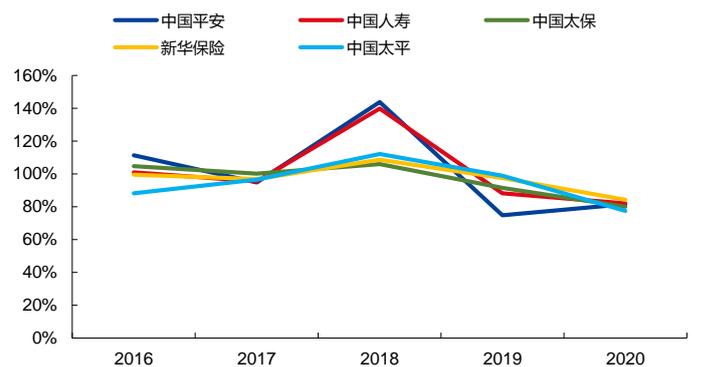
寿险产品在设计之初便考虑了以预测收益率为依据的预定利率，并以此为定价依据之一，导致寿险产品面临较强的偿付压力，比如传统年金险在合同生效之时起便确定了未来各期的现金给付。鉴于人身险公司经营风险管理的独特性，资金属性决定着其资金运用偏保守。从投资资产的配置来看，上市险企多配置固收类资产，其中又以债券投资为主。2020年上市险企投资资产中，中国平安债券配置占比达50.20%，中国太保债券配置为39.30%、但其定期存款配置达11.70%。以固收类资产配置为主的投资方式，使得净投资收益占总投资收益比重较高，尤其是在权益市场景气度较差的年份，如2018年上市险企净投资收益均超过总投资收益。适当增配权益资产，可在权益市场景气上行中拉高投资收益。而在净投资收益中，固定利息收入占比较高，以中国人寿为例，近年来维持在78%~80%的水平。

图 9：2020 年上市险企投资资产结构



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：上市险企净投资收益/总投资收益



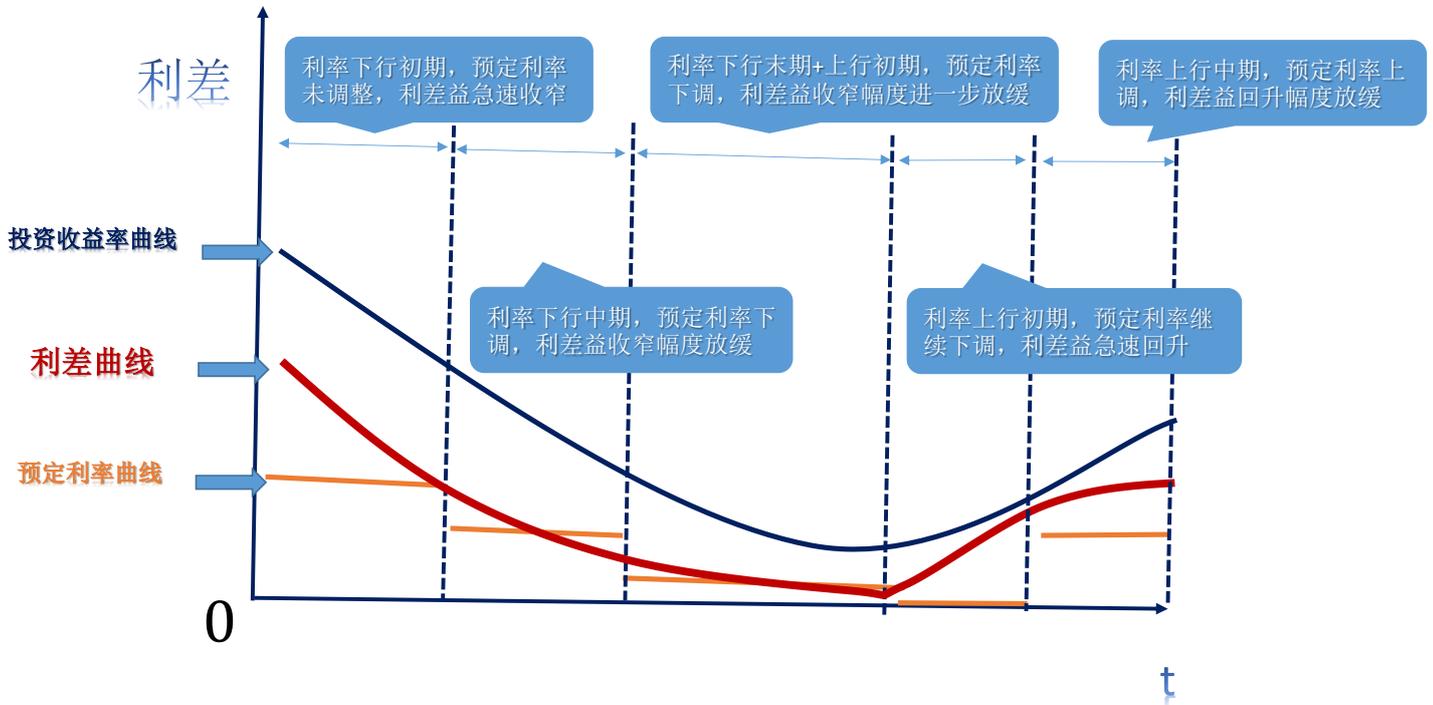
资料来源：公司公告，华金证券研究所

动态来看，利率下行过程中，资产端新增和到期再投资固收类资产收益率下行，人身险净投资收益率承压（伴随着无风险收益率的下行，会提升权益市场的景气度，这里假定权益市场景气度不变）。固收类资产中，债券占比较高，受利率波动影响较大。负债端来看，保险产品的预定利率调整一般较为滞后，且在市场竞争较为激烈的情况下有一定的刚性。

即利率下行，传导至净投资收益率，若权益投资收益率不变，则总投资收益率下滑，表现为保险公司利差益收窄，甚至出现利差损。在利率下行初期，由于存量到期再投资资产和新增投资

资产占比较低，且以固收类资产为主的存量资产以持有到期为目的，锁定了较高的收益率，净投资收益率短期不会出现大幅下滑。随着利率持续下行，保险公司净投资收益率下压明显，此时利差损风险将加速暴露。

图 11：利率下行，利差益收窄示意图



资料来源：华金证券研究所

有关人身险公司利差损的典型为日本，上世纪 80 年代末 90 年代初，日本经济泡沫高涨，资产价格飞涨，日本十年期国债收益率在 1990 年一度高达 8% 以上。为了提升产品的吸引力，人身险公司推出大量高预定利率产品，由原来的最高 5.5% 提升至 6.25%。随着泡沫破裂，十年期国债收益率急剧下行，至 1998 年跌破 1%；为应对资产价格大幅下滑造成的经济危机冲击，日本央行连续下调存贷款利率，并于 1999 年 2 月实施“零利率”。

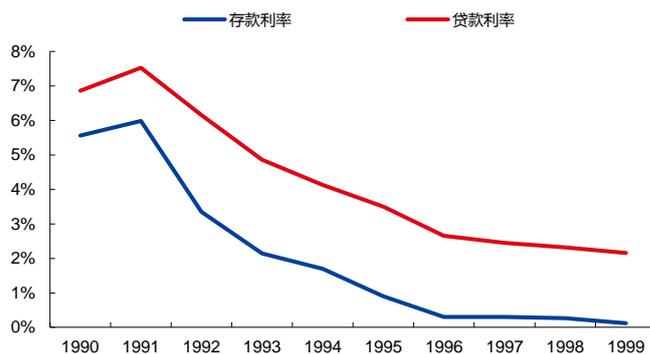
人身险产品高预定利率和“刚性赔付”属性，使得日本人身险公司出现利差损，破产潮涌现。从 1997 年日产生命倒闭，至 2001 年共有 7 家人身险公司破产倒闭，倒闭后确定的资不抵债额度高达 2.62 万亿日元。

图 12: 上世纪 90 年代日本十年期国债收益率持续下行



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 13: 上市 90 年代日本存款/贷款利率

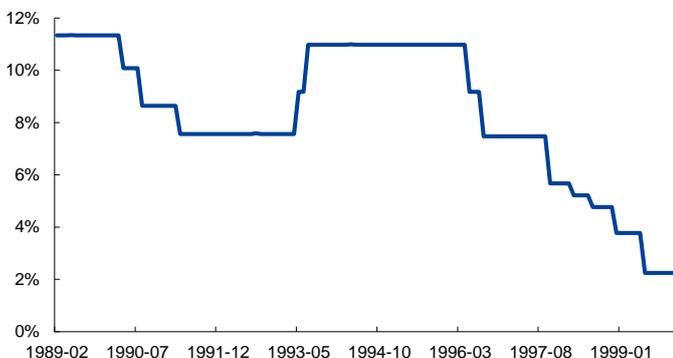


资料来源: wind, 华金证券研究所

国内人身险业亦在上世纪 90 年代遭受过较严重的利差损, 银行一年期定期存款利率曾高达 10.98%, 1996 年肇始央行八次降息, 至 2002 年一年期定期存款利率降至 1.98%。而在 1999 年之前, 我国人身险业尚处于粗放式发展, 保监会亦于 1998 年 11 月成立。1999 年之前并无对人身险公司产品预订利率有强制要求, 各大险企纷纷提高预定利率, 降低保费以吸引客户, 由此埋下了利差损风险的种子, 彼时人身险产品预定利率多处于 7%-9% 的较高水平。

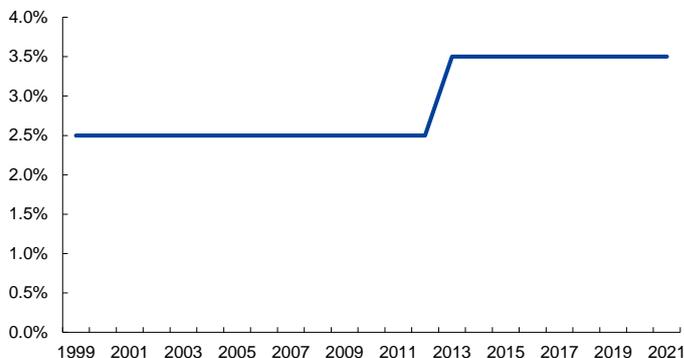
根据平安后期测算, 其于 1996-1999 年销售的高预定利率保单平均利率为 6.9%, 峰值亏损 (2050 年前后) 达 400 亿左右。1999 年 6 月, 保监会下发《关于调整寿险保单预定利率的紧急通知》, 寿险保单预定利率最高为 2.5%, 由此我国进入寿险预定利率监管时代。

图 14: 我国一年期存款利率走势



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 15: 我国寿险保单产品预订利率



资料来源: 保监会, 华金证券研究所

注: 1999 年 6 月前无强制规定, 市场激烈竞争下多为 7%-9%; 2013 年预定利率上调后, 普通型养老年金或 10 年以上普通型长期年金责任准备金评估利率上限为 3.5% 的 1.15x, 即 4.025%, 2019 年 8 月又下调至 3.5%

## (二) 对偿付能力的影响

人身险公司偿付能力充足率=实际资本/最低资本, 实际资本=认可资产-认可负债。为确保统计口径的一致性, 以中国人寿和新华保险为例 (因其年报披露总资产、投资资产情况, 偿付能力

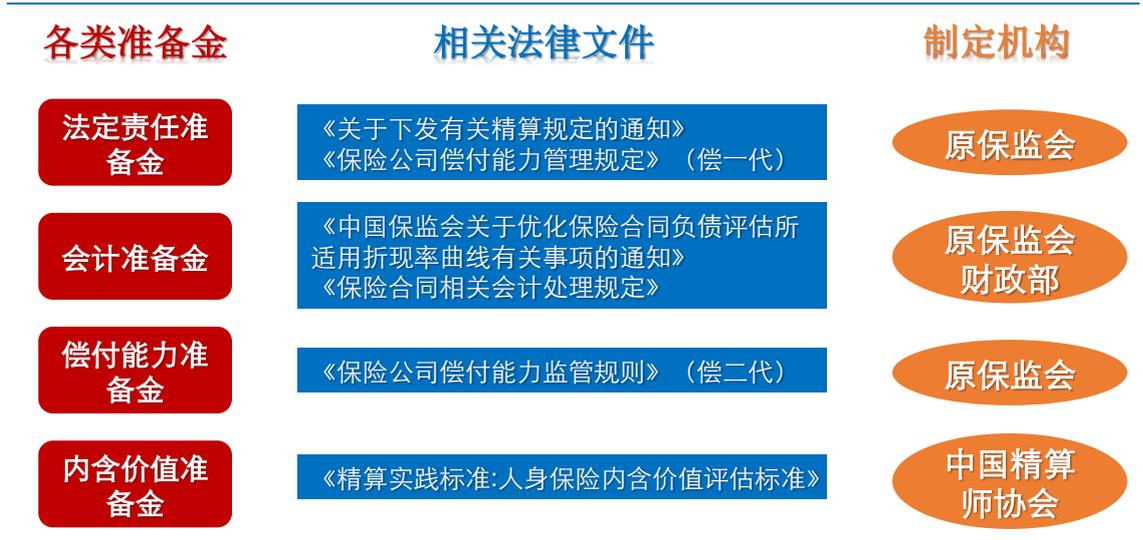
报告披露认可资产情况), 认可资产占总资产比例 99%左右, 而总资产中投资资产占比在 95%以上, 投资收益率的波动影响到认可资产价值涨跌。

利率下行, 影响投资资产净投资收益情况, 认可资产下滑, 同时折现率曲线下移导致保险合同负债准备金增加, 进而导致认可负债提升, 从而使得实际资本下降。动态来看在利率下行初期, 认可负债规模的提升会大于认可资产的提升, 资产久期缺口较大的公司, 其实际资本下降幅度较大, 从而影响偿付能力充足率。

最低资本方面。利率下行, 导致资产与负债错配引发的利率风险上升, 最低资本要求增加。最低资本中, 市场风险最低资本占了大部分, 而其中又以利率风险为甚, 利率下降会使得折现率曲线下移, 进而使得最低资本要求提升。

以 Q121 为例, 国寿和平安人寿附加资本为 0, 控制风险最低资本为负, 最低资本的核心是量化风险最低资本。市场风险最低资本占量化最低资本矩阵计算下大概占比 90%。对人身险公司, 市场风险仍然是核心风险因素, 市场风险是指由于利率、权益价格、汇率、房地产价格等不利变动, 导致遭受非预期损失的风险。在市场风险中, 利率风险又是核心。

图 16: 相关准备金分类



资料来源: 银保监会, 财政部, 精算师协会, 华金证券研究所

表 1: 相关利率分类

	含义	用途及影响
险企相关		
评估利率	法定责任准备金贴现率	精算报告
预定利率	保险公司对资金使用收益率的假设	产品定价、负相关
保户相关		
最低保证利率	保险公司承诺的收益率下限	避免投资波动而影响保户的利益, 一般不会低于保证利率
结算利率	扣除保单相关费用后进入受益人账户的收益比例	定期公布, 8 月部分万能险结算利率(年化): 平安财富宝 2 号 5%、太保金诚利 4.5% (7 月)、新华 924 天利年金保险 5%

资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

表 2: 评估利率调整 (根据 750 日均值动态调整, 建立长期机制)

险种	评估利率调整	时间
传统险	2013 年 8 月 5 日及以后签发的传统人身险法定评估利率 3.5%、普通养老年金或 10 年期及以上年金法	2013.8.5

险种	评估利率调整	时间
	定准备金利率评估上限为法定评估利率的 1.15 倍（4.025%）和预定利率的较小者	
分红险	未到期责任准备金的评估利率为定价利率和 3.0%的较小者	2015.10.1
万能险	责任准备金的评估利率上限调整为年复利 3.0%	2016.9.2
年金险	普通养老年金或 10 年期及以上年金法定准备金利率评估上限为 3.5%和预定利率的较小者	2019.8.30

资料来源：银保监会，华金证券研究所

### （三）其他方面影响

利率下行的过程中通常伴随着宏观经济增速下行，居民购买力面临降低风险；同时，利率下行，或导致保险公司被迫调整预定利率，预定利率下调使得保险产品定价提升，降低产品竞争力。从另一方面来说，鉴于年金保险的刚兑效应，或可能提升其吸引力，但介于对未来的不确定性以及着重短期的思维，消费者的购买热情可能不足。

其次，若净投资收益率乃至总投资收益率伴随着利率下行而下行，利差益持续收窄甚至出现利差损风险，在产品端尚没有进行及时反映或者显现价格刚性的情况下，保险公司只能去寻求更高的收益率去应对。可能会选择信用资质较差、流动性更弱的资产，增加信用风险和流动性风险敞口，同时提升对高收益高弹性的权益类资产配置，从而加大投资风险，若权益市场急速下行，对当期损益影响巨大。

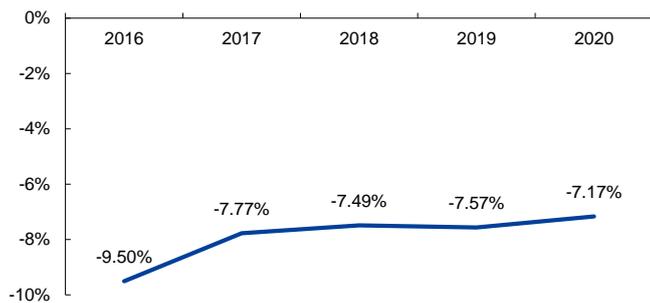
### 三、利率持续下行损耗 EV 和 NBV

人身险 P/EV 估值里，利率下行亦对 EV 造成负面影响。简化来看，即投资收益率下滑，EV 将会缩水多少。我们在前文论述过，利率持续下行将对人身险公司净资产造成损耗，进而影响调整净资产；短期利率下行，占比较高的存量固收类资产公允价值提升，一定程度上对冲掉新增和到期再投资固收类资产净投资收益率下滑风险。

同时，有效业务价值也是基于现金流折现，利率持续下行将使得有效业务价值缩水。上市险企中，仅有平安披露投资收益率波动对内含价值的影响，我们以平安为例分析。投资收益率下行，对 EV 的影响程度逐步减小，但仍然明显。2020 年年报内含价值敏感性测算显示，长期投资收益率假设下滑 50bp 情况下，平安寿险 EV 将缩水 7.17%。

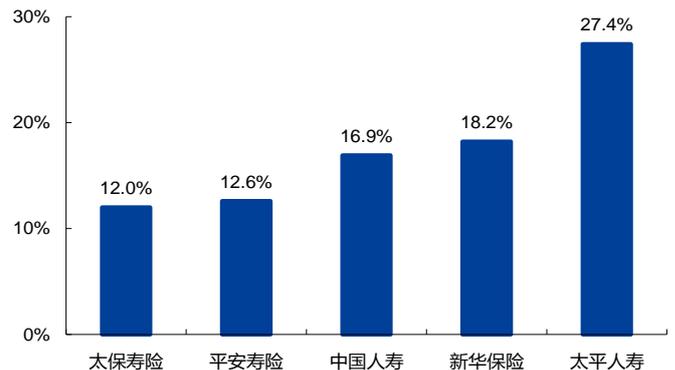
从 NBV 对投资收益率的敏感分析来看，平安和太保新业务的开拓对利差的敏感度较上市同业更小，这也部分解释了公司新业务价值率 NBVM 明显高于上市同业。公司投资收益率的稳定对 NBV 的重要性不言而喻，利率的长期下行对投资收益率的挑战不容忽视。

图 17：平安寿险 EV 敏感度（长期投资收益率-50bp 影响）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 18：长期投资收益率-50bp 时寿险 NBV 下滑幅度（2020 年）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

从海内外经验来看，长期利率下行是确定的趋势。参考海外经验，我们认为应对策略包括，1) 配置长久期债券，提前锁定收益率和久期；2) 寻求更高收益资产，同时兼顾风险，如海外资产配置；3) 产品设计端向死差益及费差益靠拢，降低营销费用，发挥保险保障功能；4) 打造医养大生态服务圈，开辟新的利润增长点，同时反哺保险主业。

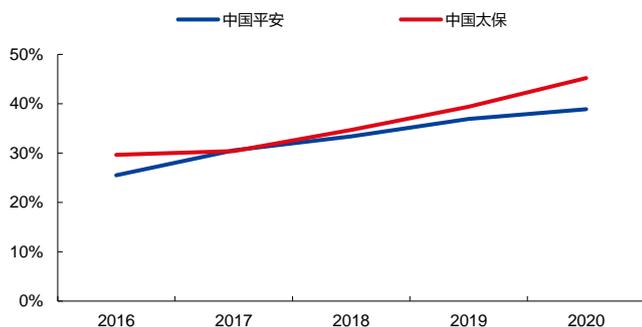
## 四、投资建议

前文的论述说明，持续的利率下行对人身险公司造成的伤害较大，人身险公司需做好应对低利率环境的准备。人身险资产负债久期缺口的客观存在，使得其遭受更为明显的利率风险。主要表现在几大方面：

- 1) 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产价值变动，同时折现率的下行也会导致公司增提责任准备金，侵蚀当期利润。
- 2) 现金流折现法下，折现率与利率密切相关。折现率变化对各类资产和负债评估产生影响，利率持续下行对公司净资产造成损耗。
- 3) 权益投资不变下，再投资和新增固收类资产投资收益率下行，导致利差益收窄甚至出现利差损。
- 4) 实际资本缩水，同时对最低资本的要求提升，偿付能力充足率面临下行风险。
- 5) 表观财务数据不佳情况下，对公司经营形成反噬，譬如投资高风险高收益资产，对产品结构过度矫正等。

鉴于此我们推荐坚定保险回归保障、营销员转向顾问式改革的头部险企，中国平安和中国太保。从产品构成来看，中国平安和中国太保持续加大传统型保险产品（包括长期健康险）销售，其保费贡献比已经提升至 30% 以上。中国人寿和新华保险缺乏可比口径数据，但从 NBVM 的对比来看，中国人寿和新华保险的业务品质逊于中国平安和中国太保。从新华保险披露的长险首年新单保费可以看出，其健康险占比从 2018 年的 58.72% 下滑至 2020 年的 26.52%，拖累 NBVM 表现逊色。新业务价值构成来看，中国平安依旧坚持大个险不动摇，个险渠道中，长期保障+长交储蓄混合产品 NBV 贡献达 85% 以上。中国太保 NBV 构成中，传统寿险占比持续提升，2020 年贡献达 85.43%，分红险则由 2016 年的 45.31% 下滑至 2020 年的 9.84%

图 19：中国平安和中国太保传统险（包括长期健康险）保费占比



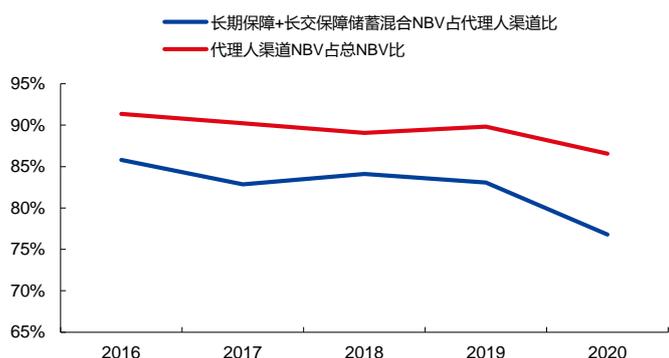
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 20：中国平安和中国太保 NBVM 明显优于同业



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 21: 中国平安 NBV 构成情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 22: 中国太保 NBV 构成情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

2月中下旬以来,行业新单销售不及预期,价值率回升节奏放缓,打击了市场对人身险行业负债端修复的信心。此外,代理人持续下滑,优质增员计划节奏不及预期。同时,以重疾险为代表的价值型产品新客市场挖掘愈发困难等等。在此影响之下,行业估值承压,上市险企 P/EV 回落至去年上半年疫情期间水平。目前中国平安、中国太保、中国人寿和新华保险对应 2021E P/EV 分别为 0.83x、0.63x、0.89x 和 0.58x, 处近五年历史后 7%、后 9%、后 30% 和后 8% 分位。

图 23: 上市险企 (A 股) 近五年 P/EV 走势



资料来源: 公司公告, wind, 华金证券研究所

图 24: 中国平安近五年 P/EV 走势



资料来源: 公司公告, wind, 华金证券研究所

图 25: 中国太保近五年 P/EV 走势



资料来源: 公司公告, wind, 华金证券研究所

## 风险提示

行业：

- 1) 利率持续下行超预期，带来诸如利差收窄、偿付能力承压等负面影响；
- 2) 权益市场景气度下滑，投资收益大幅缩水；
- 3) 宏观经济萎靡，居民购买保险意愿低，行业向长期保障转型不及预期；
- 4) 向长期保障转型，客观拉长负债久期，长久期资产供给不足造成资负久期缺口扩大。

公司：

- 1) 过度依赖利差，对投资收益率要求高，从而追逐低信用资质资产或高风险资产，不稳定性大大提升；
- 2) 行业转型艰难下，大量发售短期产品，后期续期保费容易出现断崖式下滑；
- 3) 代理人优质增员不及预期，以及留存率下滑，影响终端销售。

## 行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com