

从寻底思维出发探寻保险板块评估价值

——保险行业深度报告

报告起因

- 我们认为目前上市险企股价已与基本面产生大幅度偏离，本篇报告主要从寻底思维的角度出发，以评估价值为衡量标准，在极端不合理的假设前提下，探究保险板块的增长空间。

核心观点

- 资产负债承压，P/EV 估值难寻中枢。**2020 年以来在疫情影响下，保险板块市场表现低迷。负债端看，疫情影响下居民收入不稳定性增加，叠加劳动力结构的变化，导致新单销售低迷与代理人脱落率提升，且近期强降雨灾情导致的财险赔付大幅增加使得综合型险企经营承压；资产端看，长端利率持续下探低于 3%，部分险企投资端踩雷也加剧了悲观预期。上市险企 P/EV 估值处于历史 10%以下分位，且目前难寻估值中枢，我们认为合理 P/EV 估值应大于 1x。
- 影响评估价值（AV）的三方面市场因素：利率波动、权益市场波动、NBV 增速与预期。**1) 长端利率下行使得债权类资产到期与新增投资收益承压，同时准备金新增计提也会导致负债提升，进而压缩净资产增长空间。但同时由于权益市场具有向上弹性，在利率下行的大环境下，夯实了险企投资表现，因此对净资产的变动不需过度悲观；2) 在利率下行市场中，可分配现金流预期减少，而风险贴现率将保持相对稳定，从而使有效业务价值增幅降低；3) 未来新业务价值的稳健增长是公司永续经营能力的直接映射，利用现金流贴现模型估计出偏极端假设前提下的新业务价值倍数约为 3.2x。
- 不合理极端情境假设下预计 ANA、VIF 下滑 20%，但板块仍有 18%增长空间。**理论上来说，ANA 每年均按照 5%的投资收益率假设产生预期回报，VIF 每年有上一年新业务带来的价值增量，若考虑长端利率下滑、权益资产公允价值大幅下跌且无新业务贡献的极端情境，每年均有 20%的下滑预期。在此极端不合理情景假设下，保险行业评估价值较当前加权后总市值仍有 18%的增长空间。此外，考虑到部分险企在积极推动转型，板块内优秀龙头有望实现更高的增长预期。

投资建议与投资标的

- 我们仍坚持此前观点，1) 负债端来看，行业转型中的代理人队伍升级是未来关注点，打造分层队伍以匹配客户分层需求是发展方向，监管引导下的产品回归保障也有效提升价值率，险企将主要以“产品+服务”来提升综合竞争力；2) 投资端来看，大型险企在市场波动背景下，加速布局养老社区、商业地产等外延扩张，以缓解市场对利差损的悲观预期，同时也有望反哺寿险主业，以期实现医养结合，提升客户粘性与二次开发。
- 因此，我们维持行业看好评级。建议关注寿险改革态度坚决、参与方正重组以期实现业务融合与协同的中国平安(601318, 未评级)；同时，建议关注积极布局康养产业，发布“长航行动”为寿险领航，同时引入原友邦 CEO 蔡强先生加盟，在司庆三十周年之际取得较好新单表现的中国太保(601601, 未评级)；此外，建议关注“分改子”后探寻区域扩张、与东亚中国推动独家银保合作、“卓越代理人”为全市场学习榜样的友邦保险(01299, 未评级)。

风险提示

- 新单销售不及预期，长端利率下行，权益市场波动，假设不成立风险。

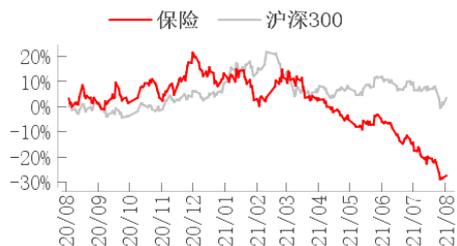


东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
行业 保险行业
报告发布日期 2021 年 08 月 03 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 陶圣禹
021-63325888*1818
taoshengyu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521070002

证券分析师 唐子佩
021-63325888*6083
tangzipei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514060001

证券分析师 施静
021-63325888*3206
shijing1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520090002
香港证监会牌照：BMO306

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目录

前言	4
1. 资产负债承压，P/EV 估值难寻中枢	5
1.1 新单低迷叠加利率下行，拖累 P/EV 估值下行	5
1.1.1 疫情影响下的需求后移，新单销售低迷，队伍规模下滑	5
1.1.2 长端利率下滑叠加风险事件频发，投资端预期悲观	6
1.1.3 P/EV 估值处于历史 10%以下分位值	7
1.2 戈登模型下，合理 P/EV 估值中枢应大于 1x	7
2. 市场环境变动对评估价值有哪些方面的影响？	8
2.1 经调整净资产：利率下滑或使 ANA 承压	9
2.1.1 长端利率下滑拖累固收类收益，权益相对稳定夯实投资表现	9
2.1.2 折现率下降，准备金新增计提，推动负债提升	10
2.2 有效业务价值：贴现率稳定，现金流降低，VIF 面临压力	11
2.3 未来新业务价值：体现市场对公司永续经营能力的信心	12
3. 寻底思维出发，探寻不合理极端情境下的板块评估价值	13
3.1 假设条件：预计 ANA、VIF 下滑 20%	13
3.2 敏感性分析：市场显著低估，不合理极端假设下仍有 18%增长空间	14
4. 投资建议	14
5. 风险提示	15

图表目录

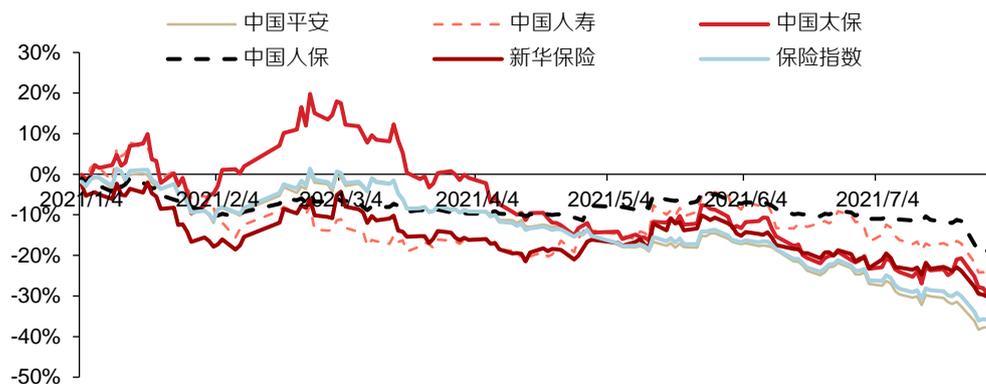
图 1: 2021 年以来 A 股上市险企走势图.....	4
图 2: 2021 年以来 H 股大型上市险企走势图	4
图 3: 主要上市险企 2017 年以来新单业务增速.....	5
图 4: 主要上市险企 2017 年以来 NBV 增速.....	5
图 5: 主要上市险企自近年来个险代理人规模变化	6
图 6: 中债 10 年期国债到期收益率今年以来持续下行	6
图 7: 上市险企自 2014 年以来 P/EV 历史走势图.....	7
图 8: 主要上市险企自 2014 年以来 ROEV 数据测算	8
图 9: 市场环境变动对评估价值产生的影响分析.....	9
图 10: 中国平安固收资产久期约为 8 年.....	10
图 11: 上市险企 2020 年到期与新增投资占总资金运用比例	10
图 12: 上市险企权益资产配置较监管上限仍有空间	10
图 13: 上市险企权益资产在总投资组合中占比稳步提升	10
图 14: 大型上市险企准备金新增计提与折现率变动	11
图 15: 中国平安 1999 年 6 月之前承保的 VIF 持续恶化.....	13
表 1: P/EV 合理估值中枢的敏感性测试	8
表 2: 近十年上市险企风险贴现率变化	12
表 3: 新业务价值倍数模拟推算.....	13
表 4: 对上市险企 2021 年主要指标的基本假设.....	14
表 5: 极端情景假设下的行业涨幅空间测算	14

前言

今年以来，保险板块市场表现持续低迷，年初至今（截至 2021/7/30）A 股保险指数下滑了约 35%，跑输沪深 300 指数约 28pct；香港保险指数下滑 10%，跑输中证香港 300 指数约 4pct。我们认为行业表现弱于整体市场，主要受几方面因素共同扰动所致。从负债端来看，疫情影响下居民收入不稳定性增加，叠加劳动力结构的变化，导致新单销售低迷与代理人脱落率提升，且近期强降雨灾情导致的财险赔付大幅增加使得综合型险企经营承压；从资产端来看，在全面降准的催化下，长端利率持续下探低于 3%，市场对利差损风险的担忧导致估值中枢持续下行，此外部分险企投资端踩雷也加剧了悲观预期。

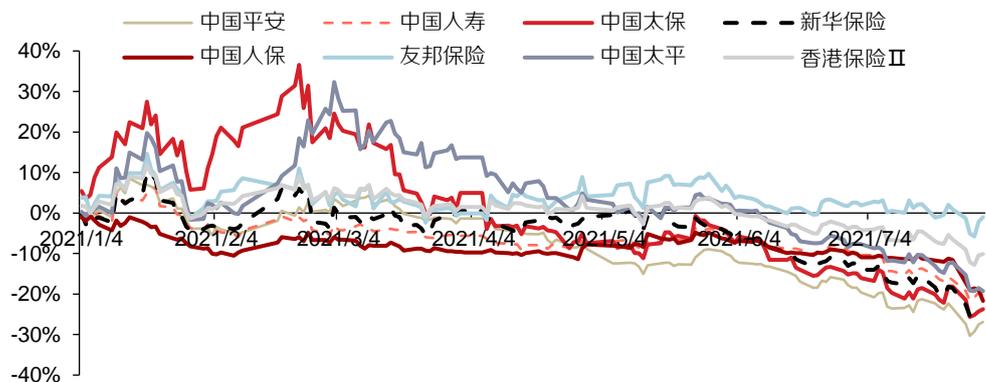
我们认为目前在资产负债双重承压的背景下，市场采用的 P/EV 估值中枢已难以寻其中枢，上市险企股价已与基本面产生大幅度偏离。本篇报告主要从寻底思维的角度出发，以评估价值为衡量标准，在极端不合理的假设前提下，探究保险板块的增长空间。

图 1：2021 年以来 A 股上市险企走势图



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：2021 年以来 H 股大型上市险企走势图



数据来源：Wind，东方证券研究所

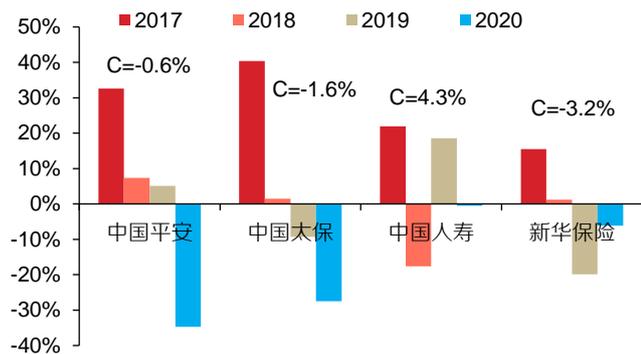
1. 资产负债承压，P/EV 估值难寻中枢

1.1 新单低迷叠加利率下行，拖累 P/EV 估值下行

1.1.1 疫情影响下的需求后移，新单销售低迷，队伍规模下滑

疫情影响下的需求后移，新单销售低迷。2017 年原保监会 134 号文对快返年金险加强监管约束，当年第三季度的集中投保导致客户资源提前消耗，进而影响 2018 年开门红，保险行业一度进入低迷状态。同时伴随中小险企对重疾险的竞争加剧，以及部分上市险企开启寿险改革进程，大型险企的新单保费和 NBV 持续承压。虽然部分险企通过调整业务节奏实现阶段性增长，但从五年的长周期来看，基本处于零或负向的复合增速。2020 年以来的疫情影响逐步深化，居民收入呈现不稳定性波动，叠加劳动力结构的变化，导致新单销售低迷的市场态势。

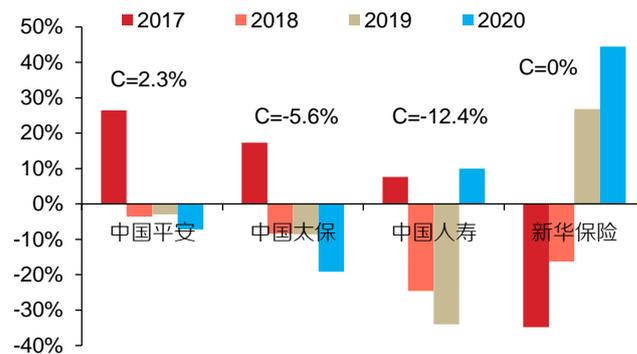
图 3：主要上市险企 2017 年以来新单业务增速



注：统计口径均为用于计算 NBV 的首年保费，以 C 代表近五年金额 CAGR。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：主要上市险企 2017 年以来 NBV 增速

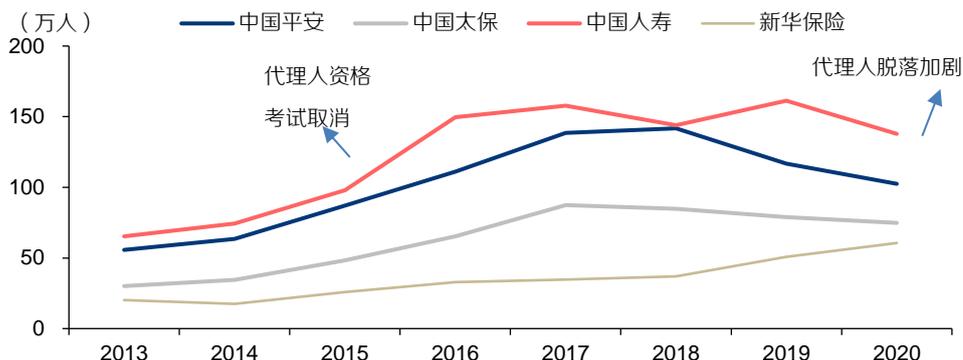


注：以 C 代表近五年金额 CAGR。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

新单下滑带来代理人队伍的阶段性调整。疫情初期线下活动受限制，外卖、快递等职业转型代理人趋势加剧，个险队伍快速扩张，线下展业困难也打开了线上营销的浪潮，监管层的“六稳六保”政策也夯实了队伍规模发展的基础。但去年三季度以来，随着疫情的逐步缓释，线下培训与考核力度加大，队伍规模也出现大幅脱落，部分险企至 2020 年底已有约 20% 的规模下滑。

图 5：主要上市险企自近年来个险代理人规模变化



注：中国太保统计口径为月均代理人规模，其他险企为时点值。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

强降雨灾情使险企赔付增加，大考之后或进一步提升头部险企集中度。对于财险业务来说，自然环境的变化也带来较大的不确定性，例如此次河南强降雨灾情导致财险赔付大幅增加。截至 7 月 28 日，河南保险业共接到理赔报案 41 万件，初步估损 98 亿元，其中车损 64 亿元；而此次强降雨导致的灾情并未结束，浙江、上海等地受台风“烟花”影响的后续赔付对险企仍有较大压力。市场已经对此次灾情有了较为充分的反应，我们认为综合成本率的抬升使得综合型险企经营承压，大型险企的竞争优势将逐步体现，有望进一步提升头部险企市场集中度。

1.1.2 长端利率下滑叠加风险事件频发，投资端预期悲观

货币宽松环境下，长端利率从今年初 3.2% 的较高水平持续下滑，今年 7 月 9 日央行宣布全面降准之后，长端利率一度下探至 3% 以下，目前维持在 2.85% 水平。此外，部分险企债券踩雷、长期股权投资分红下降等事件引发对投资端收益水平的悲观展望，我们认为在利率下滑叠加风险事件爆发的背景下，市场对险企到期再投资与新增投资的收益水平较为悲观，对潜在的利差损风险较为担忧。

图 6：中债 10 年期国债到期收益率今年以来持续下行



数据来源：Wind，东方证券研究所

1.1.3 P/EV 估值处于历史 10%以下分位值

我们回溯了自 2014 年以来上市险企的 P/EV 估值水平，发现平安、太保、新华、国寿分别处于 8.2%、0.2%、0.4%和 5.1%的历史低分位水平（以 2021/7/30 收盘价测算），从相对位置来看，已处于历史绝低水平。但从绝对位置来看，2021 年以来估值仍处于持续下行周期，虽一月随着新单销售短时好转而有所反弹，但尚未看到明显反转迹象。我们认为在资产负债持续承压阶段，P/EV 估值难以寻找到其中枢，对于低位水平的持续时间和反转拐点仍较难判断。

图 7：上市险企自 2014 年以来 P/EV 历史走势图



数据来源：Wind，东方证券研究所

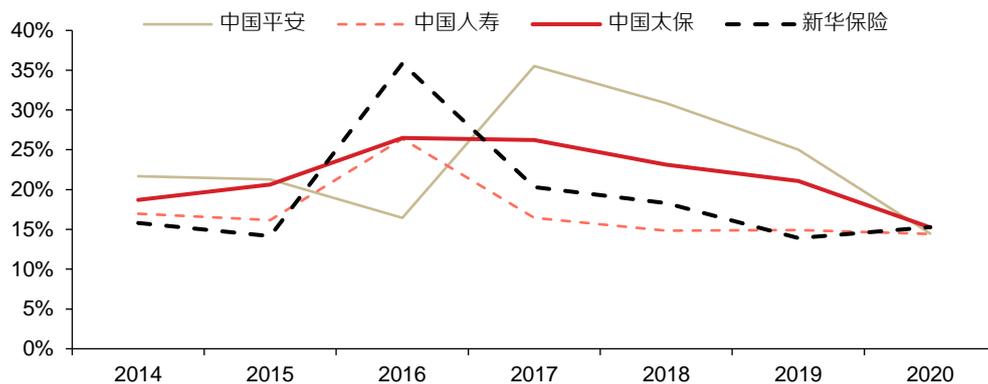
1.2 戈登模型下，合理 P/EV 估值中枢应大于 1x

目前市场普遍接受并使用的相对估值参数为 P/EV，中国平安在 2018 年开放日中详细阐述了基于戈登模型的 P/EV 指标的合理估值逻辑，我们从公式中可以看出，ROEV 越高、分红增长率越高、贴现率越低，P/EV 估值越高。其中 ROEV 为寿险业务内含价值营运利润与年初内含价值的比值，而寿险内含价值营运利润为年初内含价值预计回报、新业务价值创造和寿险业务营运贡献（包含非经济假设和模型调整影响和营运经验差异及其他）之和。

$$\frac{P}{EV} = \frac{ROEV - g}{r - g}$$

因此，我们对主要上市险企的相关数据进行测算，上市险企自 2014 年以来历史平均 ROEV 在 17%-24%区间，在风险贴现率假设定为 11%的情况下，P/EV 合理估值中枢在 2x 左右。因此总结来看，若不考虑投资收益率低于预期假设的情况，也就是没有利差损风险担忧的假设下，P/EV 倍数应大于 1，而新业务的成长性则决定了其相应的溢价水平。但目前的实际情况却恰好相反，债券投资暴雷和城投债风险溢价增加的趋势下，市场对保险资产的投资预期相应弱化，险企的 P/EV 估值持续下探，已较难寻找到合理中枢。

图 8：主要上市险企自 2014 年以来 ROEV 数据测算



数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 1：P/EV 合理估值中枢的敏感性测试

P/EV = (ROEV - g)/(r - g)	g						
	1%	2%	3%	4%	5%	6%	
10%	0.90	0.89	0.88	0.86	0.83	0.80	
13%	1.20	1.22	1.25	1.29	1.33	1.40	
16%	1.50	1.56	1.63	1.71	1.83	2.00	
ROEV	19%	1.80	1.89	2.00	2.14	2.33	2.60
	22%	2.10	2.22	2.38	2.57	2.83	3.20
	25%	2.40	2.56	2.75	3.00	3.33	3.80
	28%	2.70	2.89	3.13	3.43	3.83	4.40

注：对风险贴现率 r 的假设均定为 11%。

数据来源：东方证券研究所

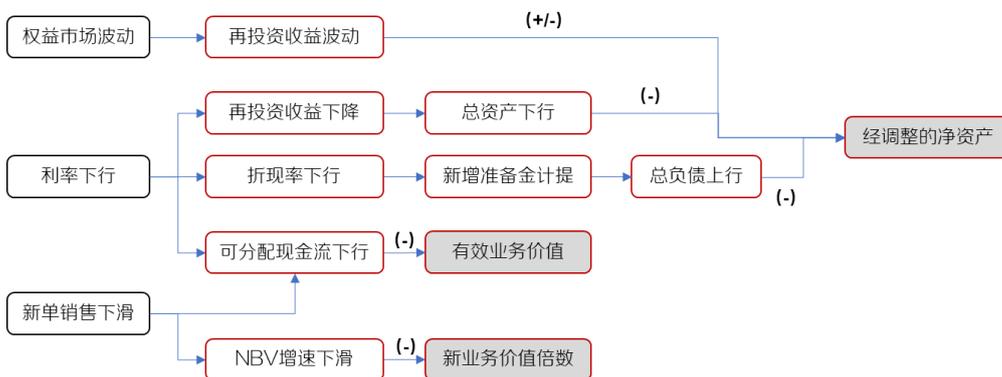
2. 市场环境变动对评估价值有哪些方面的影响？

在 P/EV 估值难寻中枢的情况下，我们对行业相对估值的方法采用评估价值（AV）估值，其背后蕴含的是对行业逻辑和发展阶段认知的本质区别。评估价值是保险公司考虑存量业务和增量业务后的公司价值，分为内含价值和未来新业务价值两部分，由此我们可以将评估价值超过一倍以上内含价值的部分理解为公司永续经营的价值创造能力。市场环境的变动，例如利率、权益市场和新业务销售等因素，均对评估价值产生影响。

$$\text{评估价值 (AV)} = \text{内含价值 (EV)} + \text{未来新业务价值}$$

$$= \text{经调整净资产} + \text{有效业务价值} + \text{一年新业务价值} * \text{新业务价值倍数}$$

图 9：市场环境变动对评估价值产生的影响分析



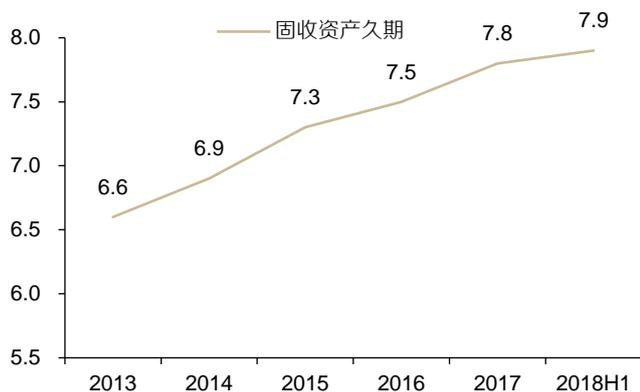
数据来源：东方证券研究所

2.1 经调整净资产：利率下滑或使 ANA 承压

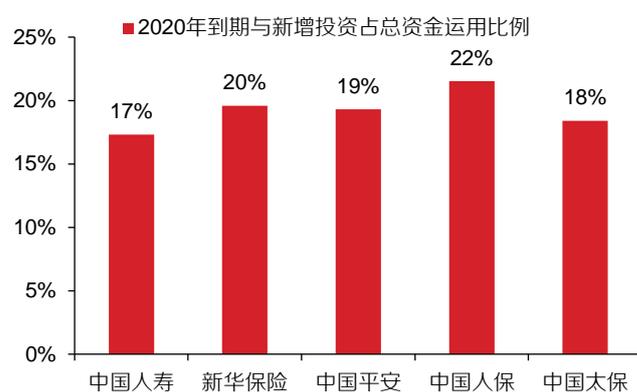
经调整净资产是在会计净资产上，加上不同评估利率所造成的责任准备金差异和实质差异的调整，影响其因素大体可以从总资产与总负债两个角度来分析。从总资产角度来看，保险公司资产配置的面价值受到市场环境以及投资能力的影响而波动，利率走势、权益市场波动均会产生影响；从总负债角度来看，利率变动会影响到折现率的调整，进而影响准备金计提，从而影响负债水平。

2.1.1 长端利率下滑拖累固收类收益，权益相对稳定夯实投资表现

长端利率下降，非标供给收缩，固收类资产收益水平面临下行压力。保险资金运用中约八成投资于固定收益类资产，且大多为持有至到期投资，短端利率的波动对市场价值调整相对有限，而长端利率的下降会使得再投资收益下滑。目前险企资产久期大约为 8 年左右，每年均有一定规模的再投资需求。此外，每年新增保费扣除退保和赔付支出外，也需要进行资产配置（配置比例以上一年末债权类资产占比测算）。因此我们对大型上市险企每年的资金运用进行测算，发现每年约有 20% 规模的总投资资产需在固定收益类资产中进行再配置。同时非标市场供给收缩，区域性城投债风险加剧，信用价差走阔，上市险企也在不断寻找优质固收类资产以实现配置替换，整体来看，再投资与新增投资收益水平面临一定的下行压力。

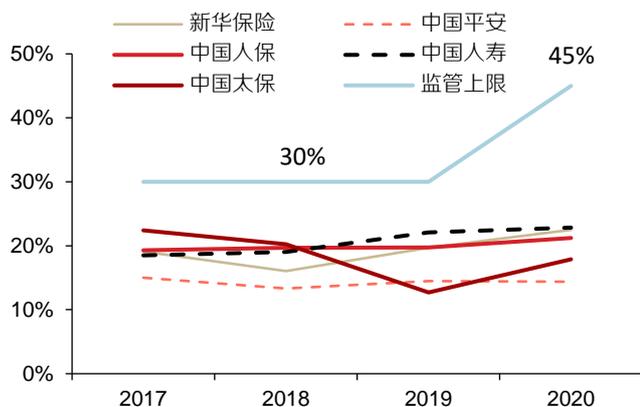
图 10: 中国平安固收资产久期约为 8 年


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 11: 上市险企 2020 年到期与新增投资占总资金运用比例


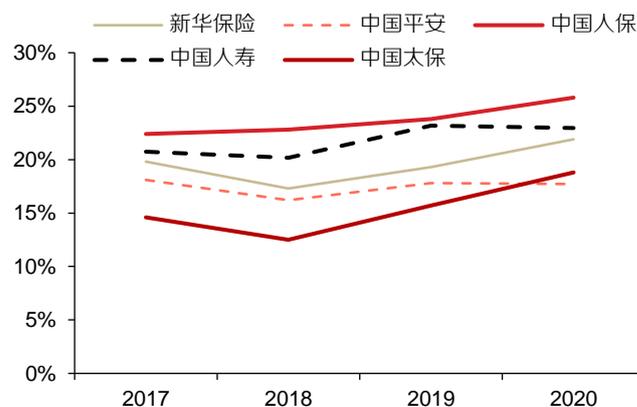
数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

权益占比虽仅为 20%，但向上弹性更强，夯实险企投资表现。虽然权益资产在总投资组合中占比仅为 20%左右，但是由于其波动弹性大，对投资收益影响更为显著。监管层于去年开始持续鼓励险企提升权益配置比例，同时积极引导养老金、社保基金在内的长期资金入市，从年报可以归纳出，上市险企权益资产在总投资组合中占比稳步提升，但配置比例与监管上限相比仍有较大空间。当前市场交投活跃，注册制推行也在不断规范市场发展，我们认为资本市场具有更强的向上弹性，在长端利率下行的大背景下，夯实险企投资表现。

图 12: 上市险企权益资产配置较监管上限仍有空间


注: 平安、太保仅统计权益类基金, 其他为基金整体口径。

数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 13: 上市险企权益资产在总投资组合中占比稳步提升


注: 统计口径为各险企年报中股权型金融资产及长期股权投资账面余额。

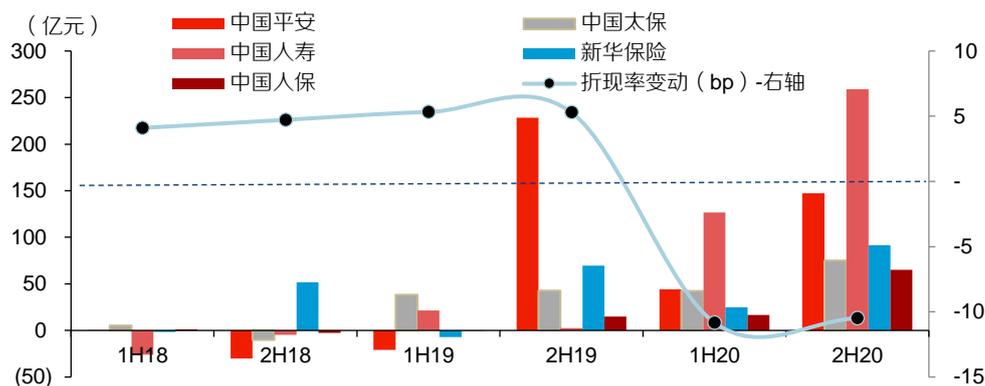
数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

2.1.2 折现率下降, 准备金新增计提, 推动负债提升

折现率下行, 准备金新增计提增加, 对税前利润负面影响约 40%。自 2018 年起, 十年期国债收益率已进入震荡下行周期, 叠加货币政策宽松与降准的政策影响, 长端利率趋势下行使得 750 日移动平均线缓慢向下, 2020 年上半年分别下降 10bp 左右, 折现率下降导致准备金计提新增也

远超往年，进而使得负债上升。我们观察到 2020 全年上市险企新增准备金对税前利润减少的静态负面影响已经达到约 40%。若剔除部分险企精算假设调整下的准备金变动，折现率下滑的负面效应仍然较为显著。

图 14：大型上市险企准备金新增计提与折现率变动



数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

长端利率长期看呈缓慢向下趋势。经济增长趋势基本决定利率的变动方向，长期经济受人口、劳动生产率等因素共同影响，现阶段人口增速明显放缓、劳动生产率随着全球化进程放慢而有所下降，进而导致经济增速逐步降低，长端利率中枢大概率逐步下行。但我们观察到我国出台一系列政策以推动人口增速恢复，此外，监管对降息工具的审慎使用也会放慢长端利率下行节奏。

总体来看，长端利率下行会使得总资产中债权类资产到期再投资与新增投资收益承压，同时准备金新增计提也会导致负债提升，进而压缩净资产增长空间。但同时由于权益市场具有向上弹性，在利率下行的大环境下，夯实了险企投资表现，因此对净资产的变动不需过度悲观。

2.2 有效业务价值：贴现率稳定，现金流降低，VIF 面临压力

风险贴现率长期保持稳定，政策变动时或有调整。风险贴现率等于无风险利率加上一定的风险额度，将影响有效业务价值（VIF）在未来释放的增量价值。从近 10 年经验来看，上市险企中部分在 2016 年进行了下调，主要系当年偿二代体系的推出，而新华在 2020 年的调整主要是对发病率长期恶化趋势纳入考虑所致，使得贴现率水平与上市同业保持相对一致，精算假设更为谨慎。我们预计近几年若无重大政策变化，上市险企风险贴现率保持稳定。

表 2：近十年上市险企风险贴现率变化

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中国平安	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
中国太保	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
中国人寿	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
新华保险	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.0%
中国人保	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

利率下行，险企投资收益减少，可分配现金流降低。可分配现金流包括未来的保费收入与投资收益，考验险企的销售能力和运营水平。如果公司保单的续期率高，投资水平较为稳定，且维持续期业务的费用较低，那么公司税后的可分配现金流就大，有效业务价值就高。但在目前全面降准大背景下，长端利率呈现下滑趋势，近期已下探至 3% 以下，叠加新单销售低迷的背景，可分配现金流预期减少。

总的来说，在利率下行市场中，可分配现金流预期减少，而风险贴现率将保持相对稳定，从而使有效业务价值增幅降低。

2.3 未来新业务价值：体现市场对公司永续经营能力的信心

未来新业务价值的稳健增长是公司永续经营能力的直接映射。险企估值长期溢价的基础支撑主要来源于 NBV 的高存量占比与高增长预期，而近几年市场环境的影响导致新单下滑与 NBV 增速回落，也使得险企估值中枢持续下行，因此我们在对未来新业务价值进行预测的时候也要考虑到目前疫情影响下的保障需求后移这一情况导致的增长率下滑。

利用现金流贴现模型估计新业务价值倍数更可靠。新业务价值倍数取决于对目标公司未来新业务成长性、盈利能力和相关风险等的综合判断，若假设公司股价完全反应公司评估价值，则公司市值所隐含的新业务价值倍数则体现了市场对公司永续经营能力的信心，利用现金流贴现模型可以估计出新业务价值倍数。

我们做一个极端的假设，假定公司现在一年新业务价值为 1，若险企以五年期产品为主，结合当前市场环境，预计新业务价值增长率经历两个阶段：负增长阶段、缓慢增长阶段。在风险贴现率 11% 的前提下，未来新业务价值就是未来各年的新业务价值贴现值之和，从而可以推算出公司的新业务倍数为 3.2 倍。

表 3：新业务价值倍数模拟推算

运营年数	风险贴现率	增长率	NBV	贴现值
1	11%	-30%	0.70	0.6306
2	11%	-20%	0.80	0.6493
3	11%	-10%	0.90	0.6581
4	11%	3%	1.03	0.6785
5	11%	5%	1.05	0.6231
新业务价值倍数				3.2396

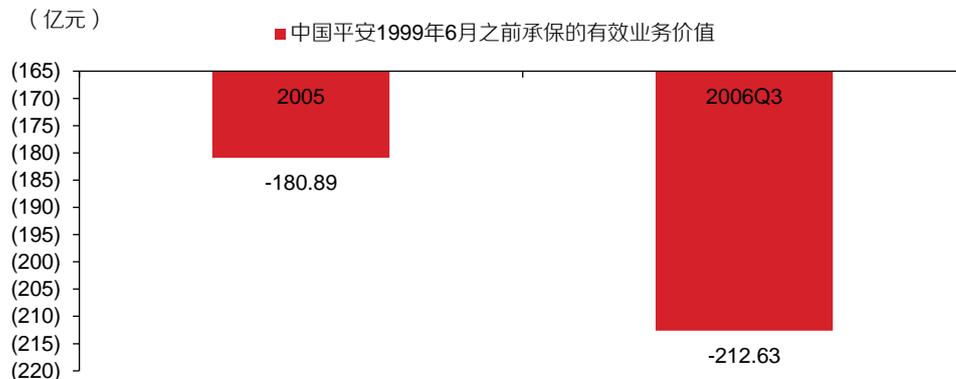
数据来源：东方证券研究所

3. 寻底思维出发，探寻不合理极端情境下的板块评估价值

3.1 假设条件：预计 ANA、VIF 下滑 20%

如前文所述，寿险业务经调整净资产账面价值受市场环境有所变动，理论上来说，每年均按照 5% 的投资收益率假设产生预期回报，但在极端情境下，若长端利率大幅下滑且权益资产公允价值大幅下跌，且无新业务增量贡献的情况下，经调整净资产预期回报将不足以弥补其规模下滑，我们给予极端假设下，ANA 下滑 20% 的预期。

另一方面，VIF 每年有上一年新业务带来的价值增量，保持一定的增长，但在存续产品为高现价产品、每年利差损较为严重、且无新业务贡献的极端情况下，VIF 存在持续下跌风险，例如上市险企 1999 年 6 月前的承保表现。我们以中国平安为例，由于 1995-1999 年公司寿险产品提供了较高的保证收益率（5%-9%），而彼时市场利率持续下行，导致险企投资收益率低于精算假设，带来利差损，可以看到中国平安的 VIF 在 2005 年-2006Q3 持续恶化，年化测算约 23% 的负向价值释放。因此，我们在极端假设情境下，给予当前险企 VIF 约-20% 的增速预测。

图 15：中国平安 1999 年 6 月之前承保的 VIF 持续恶化


数据来源：公司公告，东方证券研究所

除了上述假设之外，我们还做了如下假设：1) 参考上市险企内含价值的敏感性分析，考虑在投资收益率假设-50bps 的情况下对 VIF 的变动影响；2) 如上文测算，我们采用新业务价值倍数 3x 的预期假设，以反映对短期内新业务价值的悲观预期；3) 与新业务价值倍数的假设一致，我们对 2021 年上市险企的 NBV 增速预测为-20%；4) 在对非寿险业务进行预测时，我们也给予一定的估值折价，预期 0.8xPB 估值。

表 4：对上市险企 2021 年主要指标的基本假设

主要指标	假设值
寿险业务经调整的净资产 YoY	-20%
其他业务经调整的净资产 YoY	10%
有效业务价值 YoY	-20%
投资收益率假设	-50bps
新业务价值倍数	3x
新业务价值增速	-20%
其他业务 PB 估值	0.8x

资料来源：东方证券研究所

3.2 敏感性分析：市场显著低估，不合理极端假设下仍有 18% 增长空间

我们从寻底思维的角度出发，以四大上市险企构建行业指数，以上述极端假设进行测算，综合考虑市值权重的情况下，保险行业评估价值（AV）较当前权重加权后总市值仍有 18% 的增长空间。此外，考虑到部分险企在积极推动转型，板块内优秀龙头有望实现更高的增长预期。

表 5：极端情景假设下的行业涨幅空间测算

(百万元)	数值
按市值权重加权后行业指数总市值	786,136
按市值权重加权后行业指数总评估价值（21E）	926,876
行业涨幅空间	18%

注：以 2021 年 8 月 3 日收盘价测算。

数据来源：东方证券研究所

4. 投资建议

我们仍坚持此前观点，1) 负债端来看，行业转型中的代理人队伍升级是未来的关注点，打造分层队伍以匹配客户分层需求是各险企发展方向，此外在监管引导下的产品回归保障也有效提升价值率水平，未来险企将主要以“产品+服务”来提升综合竞争力；2) 投资端来看，大型险企在市场波动背景下，加速布局养老社区、商业地产等外延扩张，以缓解市场对利差损的悲观预期，同时也有望反哺寿险主业，以期实现医养结合，提升客户粘性与二次开发。

因此，我们维持行业看好评级。建议关注寿险改革态度坚决、参与方正重组以期实现业务融合与协同的中国平安(601318, 未评级)；同时，建议关注积极布局康养产业，发布“长航行动”为寿险领航，同时引入原友邦 CEO 蔡强先生加盟，在司庆三十周年之际取得较好新单表现的中国太保(601601, 未评级)；此外，建议关注“分改子”后探寻区域扩张、与东亚中国推动独家银保合作、“卓越代理人”为全市场学习榜样的友邦保险(01299, 未评级)。

5. 风险提示

新单销售不及预期。新单销售低迷，影响代理人收入，产能下滑导致脱落率升高，进而影响队伍稳定。此外，NBV 增速低迷也拖累新业务价值倍数中枢水平。

长端利率持续下行。以持有至到期为主的到期再投资与新增固收类投资收益下滑，进而形成潜在利差损风险。

权益市场大幅波动。保险公司重要利源之一的投资利差来自于投资端的业绩波动，若 A 股出现系统性下跌，分红险收益下滑，影响客户收益与险企业绩，此外也对公司当期利润和净资产造成不利影响。

假设不成立风险。全文测算基于我们设定的前提假设基础上，存在因假设不成立而使得结论有偏差的风险。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn