

保险

证券研究报告

2021年10月14日

3季报前瞻：资产端正在改善，静待“淘汰落后产能”后的保费触底回升

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

夏昌盛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518110003

xiachangsheng@tfzq.com

罗钻辉

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518060005

luozuanhui@tfzq.com

舒思勤

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521070002

shusiqin@tfzq.com

寿险：负债端预计延续低迷，行业“去产能”调整将继续。今年3月以来，保险公司的负债端整体出现大幅下滑，根本原因为行业进入了深度的调整，短期来看还有以下催化因素：1) 前期的重疾炒停客观上造成了行业性的一轮客户集中消耗。2) 疫情后期经济不确定性很大，使得居民预防性储蓄上升、消费需求下降。3) 经济不确定性增大，使得居民出来创业的意愿降低，而保险销售作为创业的一种，因此增员困难。4) 监管政策收紧加大增员和保单销售的难度。我们判断今年下半年以上影响负债端的短期因素还未明显改善，负债端的低迷将持续。**我们预计前三季度中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、友邦保险、中国太平的NBV同比增速分别为-18%、-18%、-20%、-24%、+23%、+19%，其中Q3单季同比增速分别为-34%、-15%、-48%、-28%、+12%、+3%。**

中长期来看，寿险行业已进入深度的调整期，行业调整的核心原因在于行业的供需不匹配，具体体现在以下3方面：1) 疫情导致客户需求发生结构性变化。2) 产品供给与客户需求不匹配，导致健康险增长遭遇瓶颈。3) 代理人的能力和圈层与客户对于专业化服务的需求不匹配，代理人渠道面临转型压力。**因此，目前我国的人身险行业正经历“去产能”调整期，即淘汰“落后产能”，包括：不符合监管规范的销售行为和组织行为；不能满足“从1张到多张保单”时代要求的产能。今年上半年前4家寿险公司代理人规模净流出65万，但各公司代理人活动率仍不断下降，可见目前代理人队伍中还存在需挤出的“水分”，代理人队伍的调整预计还将继续。**

产险：自然灾害及车险综改影响下，财务口径COR预计环比有所提升。3季度往往台风、暴雨等自然灾害频发，今年的河南洪水预计对赔付率的影响较大。截至8月20日，平安产险预估赔付总额29.7亿元，人保产险估损的净损失大概是28亿元，预计分别将提升2021年全年的赔付率1.2%、0.7%。

后续展望：1) 寿险：短期来看，在代理人同比大幅下降以及高基数之下，2022年保险公司的开门红NBV增长仍然承压。随着基数降低，明年3月有望看到负债端同比增速企稳。长期视角下，居民的健康保障缺口和养老保障缺口仍然非常大，行业长期发展空间无需担忧。健康险的逻辑在于个人支付的卫生总费用增加、DRG与DIP对医保的控费影响利好商保，健康险核心要解决的是优质医疗资源的可及性问题。行业“去产能”的调整长期利好于优秀的公司，未来构建了“先进产能”的公司的市场份额将提升。“先进产能”包括高素质的代理人，优质、全面的服务，即一方面向友邦学习，打造战斗力强的绩优队伍，另一方面向泰康学习，建立全生命周期、宽服务领域、面向中产及以上的客户服务生态圈。太保、平安在销售队伍转型、服务生态上走在前列，预计将领先于其他公司走出行业低谷。2) 产险：车险综改一周已至，Q4开始保费收入同比增长压力减小。龙头公司将凭借对车险产业链的深度把控，及数据、定价、服务等优势进一步提升保费和盈利的市占率。

投资策略：资产端改善有望驱动行情，静待明年3月后的负债端企稳。预计10年期国债收益率已触底(2.8%)，9月底10年期国债收益率已呈现抬升趋势。市场已经充分反映了NBV的疲弱，亦反映了明年开门红的NBV负增长。我们判断市场对保险负债端的长期预期已过度悲观。2021年是充分淘汰落后产能的一年，将利好拥有优质销售队伍的保险公司。截至10月13日，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险A股2021PEV分别为0.74、0.65、0.55、0.50倍，友邦保险、中国太平H股2021PEV分别为1.90倍、0.20倍，分别处于历史估值分位的7%、2%、3%、2%、70%、3%。当前估值已充分反映负债端悲观预期，短期资产端利好叠加估值切换，有望驱动Q4保险股行情。重点推荐：友邦保险、中国太保、中国平安。

风险提示：资本市场大幅波动；长端利率下降超预期；保险公司负债端改善慢于预期。

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《保险-行业深度研究:充分竞争下,下沉市场空间几何?——基于省际面板数据实证分析》 2021-05-31
- 2 《保险-行业深度研究:龙头险企的COR相较行业的优势正在扩大!》 2021-05-18
- 3 《保险-行业深度研究:2021Q1投资端差异带来保险公司利润表现分化,寿险负债端回暖,财险综合成本率下降优于预期》 2021-05-09

重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2021-10-13	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
01299.HK	友邦保险	87.5 (港元)	买入	0.48	0.54	0.61	0.70	23.5	20.9	18.4	16.1
601601.SH	中国太保	29.11	买入	2.63	2.96	3.43	4.09	11.07	9.83	8.49	7.12
601318.SH	中国平安	51.75	买入	7.83	6.39	7.74	9.02	6.61	8.10	6.69	5.74

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS；友邦 EPS 为百万美元

内容目录

1. 负债端预计延续低迷，行业“去产能”调整将继续	4
1.1. 负债端短期承压，预计 3 季度压力仍在	4
1.2. 寿险行业正经历“去产能”的调整期	6
2. 资产端预计表现平稳，华夏幸福投资风险化解使得平安利润增长压力缓解	9
3. 财险：自然灾害及车险综改影响下，财务口径 COR 预计环比有所提升	10
4. 后续展望	10
5. 投资建议	14
6. 风险提示	14

图表目录

图 1：2019 年抽样人口年龄分布	4
图 2：居民季度累计储蓄率	5
图 3：GDP 同比增速与城镇个体就业人员同比增速	5
图 4：上市公司代理人月收入（元）	7
图 5：上市公司代理人规模（单位：万）	8
图 6：太保代理人月均活动率（%）	8
图 7：新华代理人月均合格率	8
图 8：平安代理人活动率（%）	8
图 9：2021 年沪深 300 和恒生中国企业指数走势	9
图 10：10 年期国债到期收益率（%）	9
图 11：财险保费收入当月同比增速	10
图 12：车险保费收入当月同比增速	10
图 13：商业健康险赔付支出占卫生总费用比例	11
图 14：2010-2020 中国老年人口占比	12
图 15：1949-2020 中国出生人口(单位：万人)	12
图 16：国家积累制公共养老金和私人养老金规模占 GDP 比重（%）	12
表 1：2020 年全国居民五等份收入分组	4
表 2：2021 年分季度 NBV 预估（单位：亿元）	6
表 3：保险公司保险+服务布局	12

1. 负债端预计延续低迷，行业“去产能”调整将继续

1.1. 负债端短期承压，预计3季度压力仍在

今年3月开始保险公司新单保费增速出现大幅下滑，我们判断根本的原因为行业进入了深度的调整期，产品与服务的供给与客户需求不匹配。短期来看还有以下催化因素：

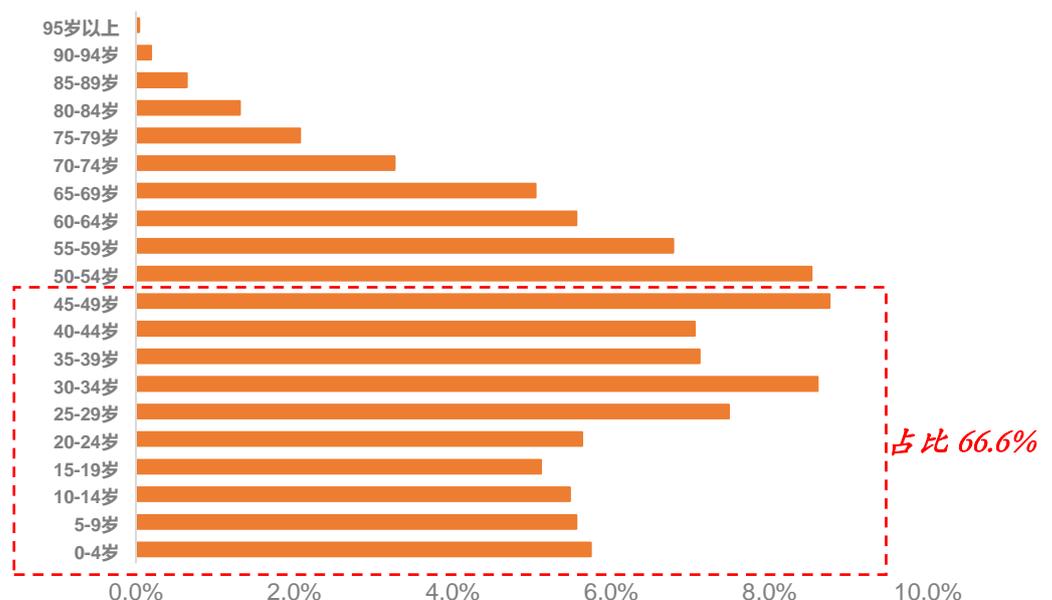
1) 前期的重疾炒停客观上造成了行业性的一轮客户集中消耗。目前重疾险已从“从0到1普及阶段”进入到“从1到多的存量开发阶段”，开发难度高于前几年的普及阶段，使得当前重疾险的增长困难。根据统计局披露，2019年低收入组和中间偏下收入组共40%家庭户对应的人口为6.1亿人，则可以粗算出中间收入及以上的人口大约为8亿人，这部分人群为重疾险的目标人群。由于50岁及以上人群购买重疾险会出现保费、保额倒挂或不可投保，因此0-49岁为重疾险的主力被保人群，该类人群占比67%，考虑到部分在被保年龄段的人群因健康问题不能投保，假设这部分人群占比5%，因此扣除5%的非标体。综上测算，重疾险的目标人群大约5.1亿。目前重疾险已覆盖超2亿人口，占可保人群的比例近40%。但目前重疾险平均保额较低，长期来看加保是重疾险发展的重要动力。

表 1：2020 年全国居民五等份收入分组

	人均可支配收入（元）	占比	对应人口(亿)
低收入组	7869	20%家庭	6.1
中间偏下收入组	16443	20%家庭	
中间收入组	26249	20%家庭	8
中间偏上收入组	41172	20%家庭	
高收入组	80294	20%家庭	

资料来源：统计局官网，天风证券研究所

图 1：2019 年抽样人口年龄分布

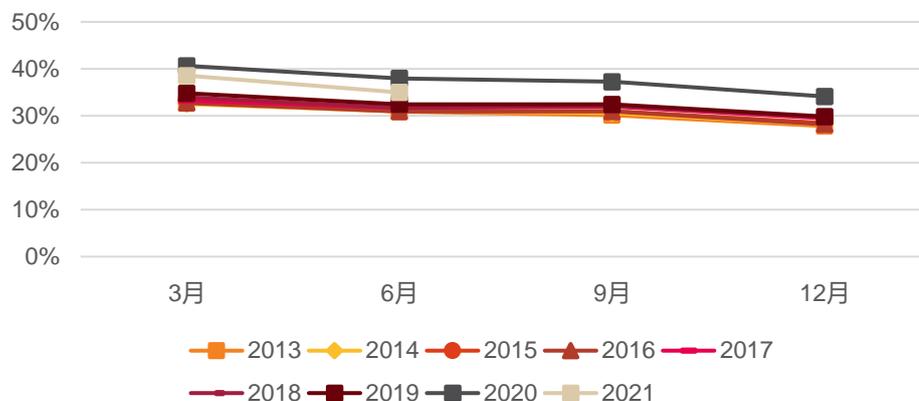


资料来源：统计局官网，天风证券研究所

2) 疫情后期居民收入预期的不确定性增加，使得居民预防性储蓄上升、消费需求下降。保险作为可选消费，受益于经济向好、居民收入预期提升。后疫情时代，“预防性储蓄”

的需求加强，2020 年来，居民的储蓄率高于前几年。因此，目前储蓄型保险产品（如年金险、终身寿险）需求好于消费性保险产品（如健康险），但目前年金险销售的好转未能补足健康险，尤其是重疾险销售乏力带来的价值缺口。

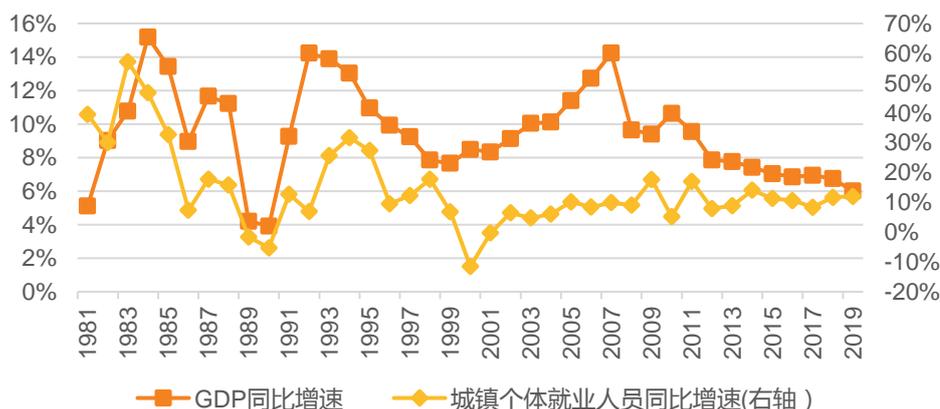
图 2：居民季度累计储蓄率



资料来源：wind，天风证券研究所；注：居民季度累计储蓄率通过“(全国居民人均可支配收入-全国居民人均消费支出)/全国居民人均可支配收入”来测算

3) 在经济不确定增大的情况下代理人招募难度加剧。从下图的数据来看，城镇个体就业人员同比增速与 GDP 同比增速有一定的相关性，宏观经济的不确定性使得居民对未来的信心减弱，更愿意选择稳定工作。而保险销售作为创业的一种，没有无责底薪的支撑，在当前环境下代理人招募难度增大。

图 3：GDP 同比增速与城镇个体就业人员同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

4) 监管政策收紧加大增员和保单销售的难度。今年以来，监管大力治理销售误导、虚假人力、套取费用等行业旧疾。2021 年 4 月 8 日《关于深入开展人身保险市场乱象治理专项工作的通知》直指人身险销售误导、虚假材料、套取费用等典型市场问题。围绕销售行为（虚假宣传、捆绑销售、误导消费者等）、人员管理（虚增人力）、数据真实性（虚列费用、虚挂人头套取资金）、内部控制等方面。此外，“双录”全国推进的进程加快。银保监会 6 月发布《保险销售行为可回溯管理办法（征求意见稿）》，与此前对于 60 岁以上投保人需要录音录像相比，取消了 60 岁以上的年龄限制，保险机构销售人员在面对面销售相关人

身险产品时，都要进行“双录”。且监管对于销售误导的处罚力度加大，据和讯网统计，2021年上半年，银保监系统针对保险业开出超亿元的罚款，从原因看，很多保险机构因“给予合同外利益”、“销售误导”、“欺骗投保人”等被处罚。

我们判断今年下半年以上影响负债端的短期因素还未明显改善，负债端的低迷将持续。我们预计前三季度中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、友邦保险、中国太平的NBV同比增速分别为-18%、-18%、-20%、-24%、+23%、+19%，其中Q3单季同比增速分别为-34%、-15%、-48%、-28%、+12%、+3%。

表 2：2021 年分季度 NBV 预估（单位：亿元）

单季	2019Q1	2020Q1	同比	2020Q2	2021Q2	同比	2020Q3	2021Q3	同比	2019Q4	2020Q4	同比
中国平安	165	190	15.4%	146	84	-42.3%	118	78	-33.8%	67	78	16.5%
中国人寿	177	154	-13.2%	192	145	-24.4%	133	113	-14.8%	82	71	-13.6%
中国太保	65	67	1.7%	47	36	-23.6%	46	24	-47.7%	21	19	-7.1%
新华保险	26	26	0.3%	27	15	-42.7%	29	21	-27.6%	10	11	5.8%
友邦保险 (美元)	8	11	25.1%	6	8	33.9%	7	8	12.2%	6	7	13.0%
中国太平 (港元)	7	24	259.4%	21	15	-27.7%	39	40	2.7%	22	15	-30.3%
累计	2020Q1	2021Q1	NBV 同比	2020H1	2021H1	同比	2020Q1-3	2021Q1-3	同比	2020	2021	同比
中国平安	165	190	15.4%	310	274	-11.7%	428	352	-17.8%	496	430	-13.2%
中国人寿	177	154	-13.2%	369	299	-19.0%	502	412	-17.9%	584	483	-17.3%
中国太保	65	67	1.7%	112	102	-8.9%	158	126	-20.1%	178	145	-18.6%
新华保险	26	26	0.3%	52	41	-21.7%	81	62	-23.8%	92	73	-20.4%
友邦保险 (美元)	8	11	25.1%	14	18	28.7%	21	26	23.2%	28	33	20.8%
中国太平 (港元)	7	24	259.4%	27	38	41.7%	66	78	18.8%	88	93	6.4%

资料来源：公司财报，天风证券研究所；注：太保、新华、太平未披露分季度

1.2. 寿险行业正经历“去产能”的调整期

从中期来看，寿险行业已进入深度的调整期，行业调整的核心原因在于行业的供需不匹配，具体体现在以下 3 方面：

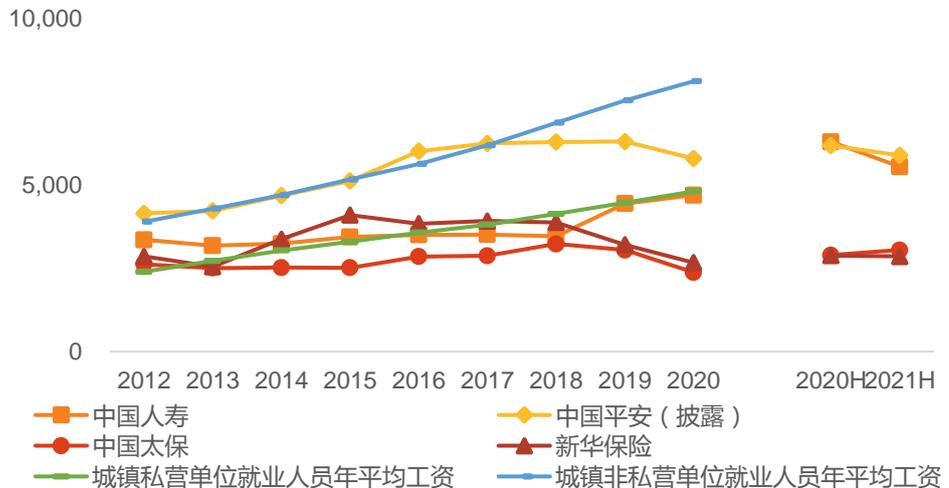
第一，疫情导致客户需求发生结构性变化。大众客群的收入预期受疫情影响较大，这部分客群收入预期还未恢复，因此其预防性储蓄上升、消费需求下降。而中高端客群受益于财富累积效应，购买力未受到明显影响，中高端市场是保险的蓝海市场。但传统大型保险公司以面向大众客群为主，在中高端客群方面经营不足（主要是代理人的圈层难以触及及中高端客群），因此传统大型保险公司的保单销售受到影响较大，而友邦主要经营高端客群，因此预计其今年的 NBV 增长远好于其他公司。

第二，产品供给与客户需求不匹配，导致健康险增长遭遇瓶颈。大型保险公司以健康险、年金险为支柱产品，其中，健康险是创费、贡献价值的支柱业务，但健康险的供给不能有效匹配客户需求，具体体现在：1) 重疾险形态稳定、创新较少，且杂糅大量储蓄特征，产品杠杆较低；2) 短期医疗险不保证续保，停售后可能无法续保导致保障中断；3) 长期医疗经营风险复杂，产品供给少；4) 核保规则把老年人、带病体排除在外。5) 健康险+健康服务的融合处于初级阶段。此外，健康险的覆盖率近年来已大幅提升、普惠医疗险对于重疾险短期挤出、代理人的专业度满足不了客户的需求，亦导致了健康险的销售困难。

第三，代理人的能力和圈层与客户对于专业化服务的需求不匹配，代理人渠道面临转型压力。产品问题与代理人问题息息相关，循环影响。随着 80、90 后逐步成为保险购买的主

力客群，且受互联网上保险知识的普及，客户认知和需求发生演进，客户对于专业化的服务需求提升，但代理人专业水平未随之升级，使得保险产品，尤其是复杂的健康险销售难度加大。因此，行业需要高素质、高学历的代理人来匹配当前的客户需求，但代理人的收入难题导致代理人脱落加剧且招募困难。从单位保费创造的费用（获取成本）来看，重疾险要远高于其他产品，高费用的重疾险是维持代理人队伍的重要产品，因此重疾险的销售乏力导致了代理人队伍的收入下降、脱落加剧。代理人收入无相对吸引力，其平均收入低于城镇私营单位人员平均工资，亦低于新兴产业衍生的灵活就业人员（外卖、滴滴司机等），因此增员难度大。

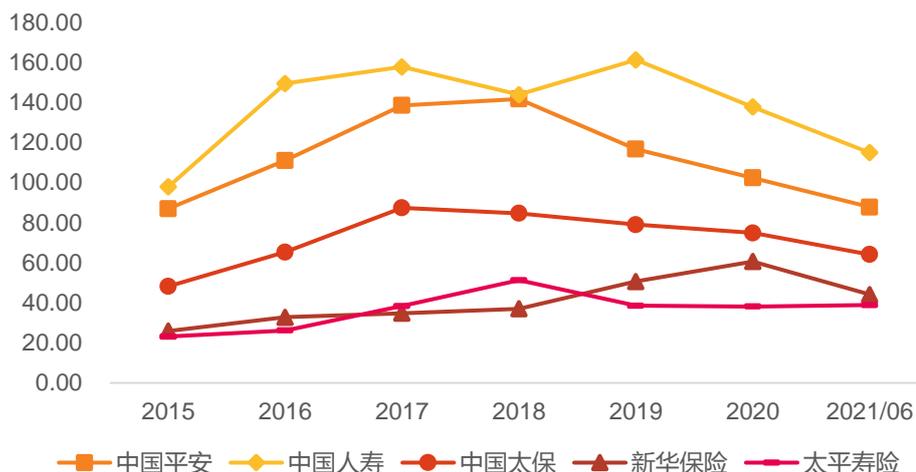
图 4：上市公司代理人月收入（元）



资料来源：公司财报，wind，天风证券研究所。注：除平安外，其他公司代理人月收入通过“手续费及佣金支出/月均代理人/12或6”得到

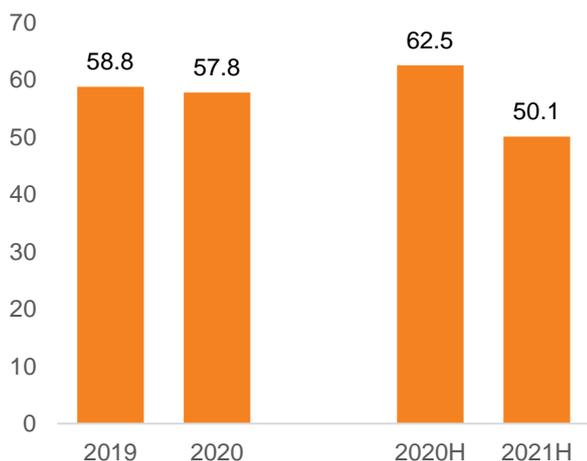
总的来说，目前我国的人身险行业正经历“去产能”调整期，即淘汰“落后产能”，包括两方面：一是，不符合监管规范的销售行为和组织行为在加速出清。不规范销售行为包括销售误导、不合理的自保件、虚假承保等，导致投诉率及退保率高企；为维持团队架构套取组织利益，存在虚假增员、粗放增员等行为，极大地削弱了代理人队伍的基础。二是，不能满足“从1张到多张保单”时代要求的产能在加速出清。截至2020年底，我国有3亿人购买长期人身险保单，被保险人接近6亿人，商业人身保险覆盖面达到42.7%，行业进入到“从1张到多张保单的挖掘阶段”。由于行业销售人员的专业水平大多较低，很多客户购买第一张保单的体验并不好，或者当时服务的代理人已脱落，因此挖掘存量客户或其家庭的多张保单的需求，难度较高，需要更高的专业度和更优质的服务。今年上半年前4家寿险公司代理人规模净流出65万，但各公司代理人活动率仍不断下降，可见目前代理人队伍中还存在需挤出的“水分”，代理人队伍的调整预计还将继续。

图 5：上市公司代理人规模（单位：万）



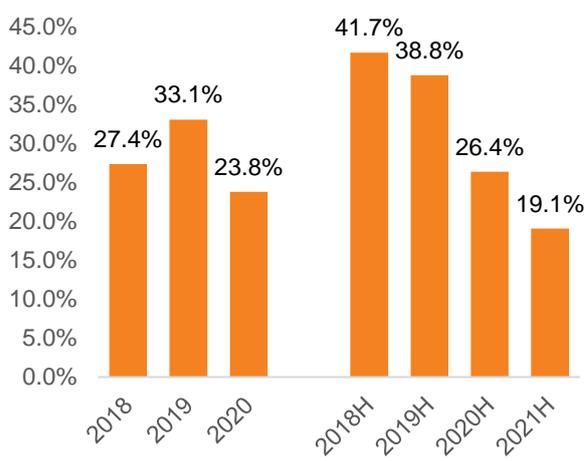
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 6：太保代理人月均活动率（%）



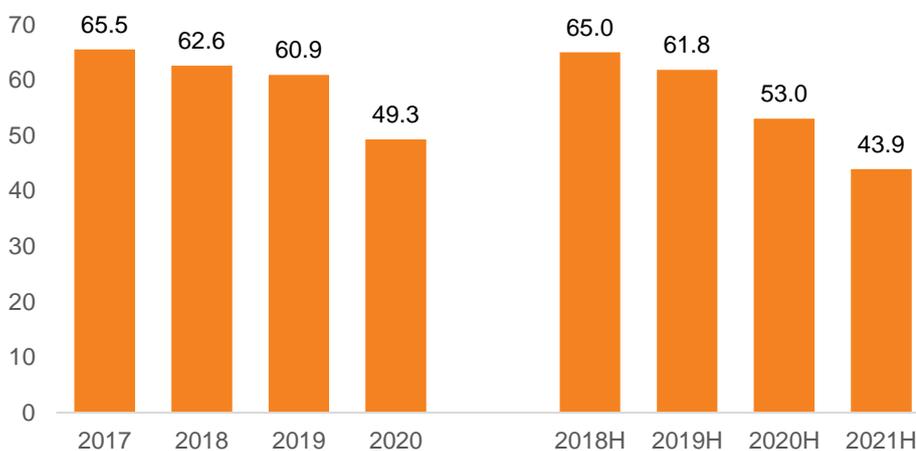
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 7：新华代理人月均合格率



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 8：平安代理人活动率（%）

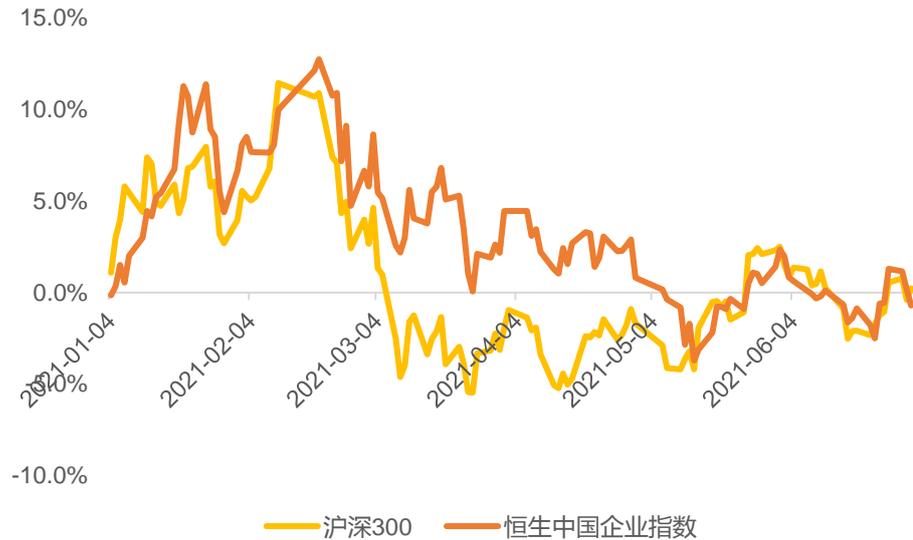


资料来源：公司财报，天风证券研究所

2. 资产端预计表现平稳，华夏幸福投资风险化解使得平安利润增长压力缓解

我们预计 Q3 单季沪深 300 指数、恒生中国企业指数分别下跌 6.8%、18.2%，保险公司权益投资预计面临一定的压力，或会通过把握市场阶段性高点兑现浮盈来稳定投资收益。Q3 单季 10 年期国债到期收益率下降 20bps，保险公司新增固定资产投资面临一定压力，但对当期投资收益率影响较小。

图 9：2021 年沪深 300 和恒生中国企业指数走势



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：10 年期国债到期收益率 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

华夏幸福初步拟定了债务重组计划：公司规划将通过卖出优质资产回笼资金、出售资产带走债务、现金清偿、债务展期、设立信托等方式分批实现债务化解 2192 亿元的金融债务，据我们测算，华夏幸福的首期现金清偿率预计达 42.5%（570 亿元/1340 亿元。具体为：用

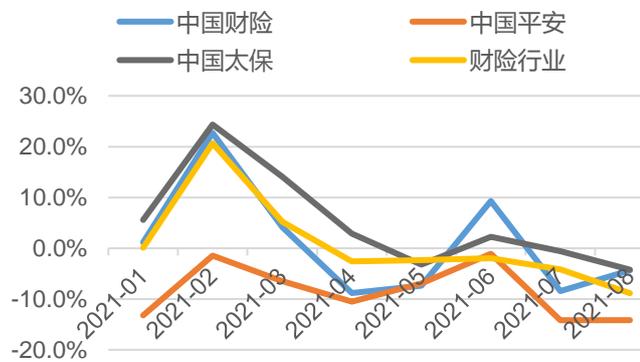
于现金兑付的资金规模为 570 亿元；2192 亿元规模的金融债务中剔除“出售资产带走金融债务约 500 亿元”和“优先类金融债务展期或清偿约 352 亿元”，即剩余的待化解债务为 1340 亿元)。中国平安 2021 年上半年，对华夏幸福相关投资资产进行减值计提、估值调整及其他权益调整金额为 359 亿元（其中股权类 144 亿，债券类 215 亿），占风险敞口的 66%。此次债务化解方案意味平安针对华夏幸福的减值已经充分，预计后期将无需再计提减值及估值调整，对于利润表已无负面影响。未计提减值及估值调整的 181 亿风险敞口占 2020 年末 EV 比重为 1.4%。随着后续偿债进展的进行，预计可转回部分已计提的减值，假设所有减值转回及权益部分估值上升，占 2020 年末 EV 比重为 2.7% (359 亿/2020 年末 EV)。

3. 财险：自然灾害及车险综改影响下，财务口径 COR 预计环比有所提升

保费方面，我们预计 Q3 单季中国财险、太保财险保费收入同比增长在 -5% 左右，平安财险 Q3 单季保费同比增速 -12.4%，前 3 季度累计同比 -9.2%。

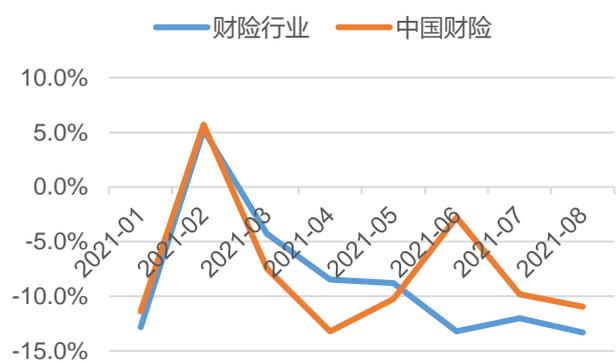
COR 方面，自然灾害及车险综改影响下，财务口径 COR 预计环比有所提升。3 季度往往台风、暴雨等自然灾害频发，今年的河南洪水预计对赔付率的影响较大。根据河南省召开的新闻发布会公布，截至 8 月 10 日，河南保险业共接到理赔报案 50.14 万件，初步估损 114.49 亿元，其中车险、家财险赔付较多，估损金额分别为 63.9 亿、6.0 亿。据保险公司公布的赔付数据显示，截至 8 月 20 日，平安产险共接到报案 7.06 万件，预估赔付总额 29.7 亿元，其中车险预估赔付总额 21.3 亿元，预计将提升 2021 年全年的赔付率 1.2%。截至 8 月 20 日，人保产险估损的净损失大概是 28 亿元，预计将提升 2021 年全年的赔付率 0.7%。

图 11：财险保费收入当月同比增速



资料来源：保费月度公告，银保监会网站，天风证券研究所

图 12：车险保费收入当月同比增速



资料来源：保费月度公告，银保监会网站，天风证券研究所

4. 后续展望

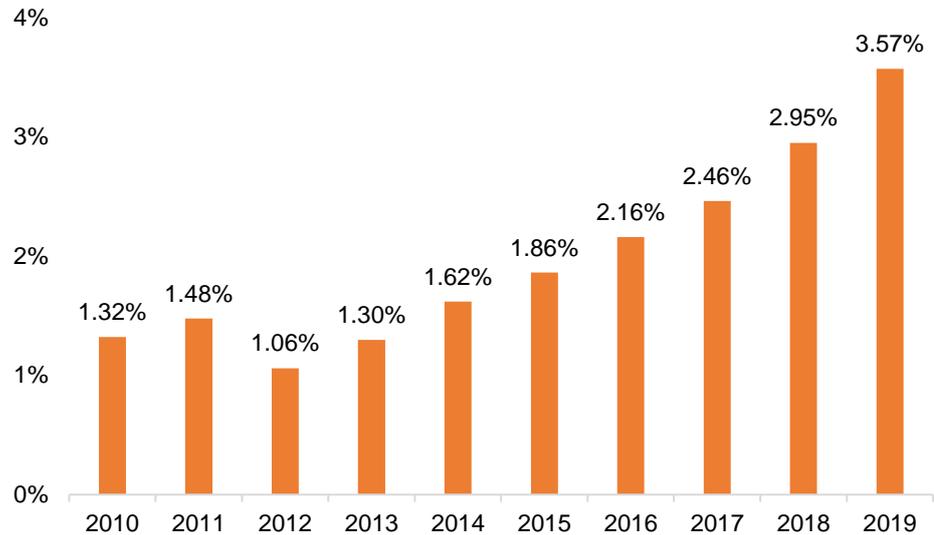
短期来看，在代理人同比大幅下降以及高基数之下，2022 年保险公司的开门红 NBV 增长仍然承压。由于今年 3 月开始，代理人规模及 NBV 大幅下滑，基数显著降低，因此在 2022 年 3 月有望看到负债端同比增速企稳。

长期视角下，居民的健康保障缺口和养老保障缺口仍然非常大，行业长期发展空间无需担忧：

- 1) 健康险方面，个人卫生费用负担重的困局有待商业健康险来破解。社会基本医疗保险，往往对重大疾病的保障力度相对有限，对于恶性肿瘤等高费用疾病，由于先进药品和治疗方式纳入医保往往存在一定的时滞，患者的个人支付压力依然存在。根据《2019

年全国医疗保障事业发展统计公报》显示，全国职工医疗保险的住院医保实际报销比例为 75.6%，个人支付 24.4%；而城乡居民的住院医保实际报销比例仅为 59.7%，个人自付占比 40.3%，整体个人卫生现金支出占比 28.4%。我国商业健康险赔付支出占卫生总费用的比例 2019 年达到 3.57%，占比较低。健康险的逻辑在于个人支付的卫生总费用增加、DRG 与 DIP 对医保的控费影响利好商保，健康险核心要解决的是优质医疗资源的可及性问题。长期我们看好在保险+健康方面有规划布局的保险公司，如中国太保、友邦保险、中国平安。

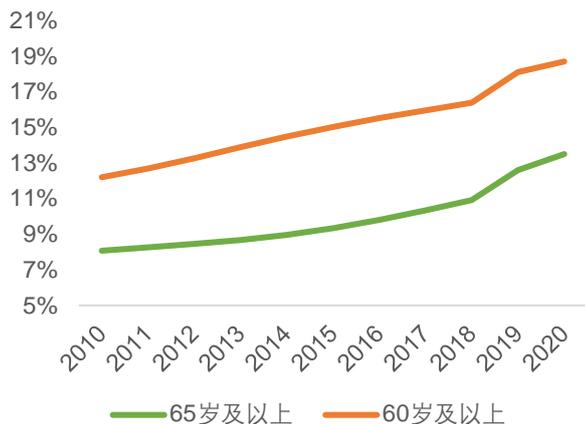
图 13：商业健康险赔付支出占卫生总费用比例



资料来源：国家卫计委，银保监会网站，天风证券研究所

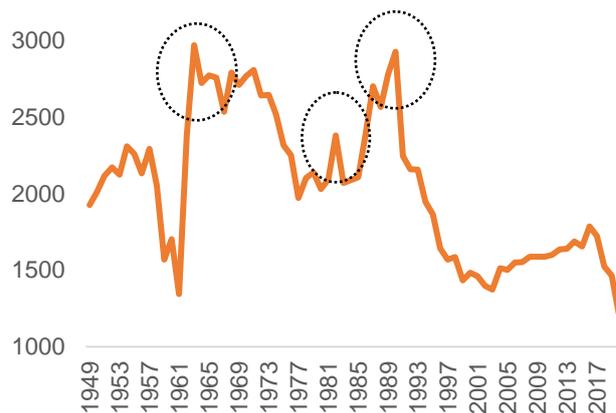
- 2) 养老金方面，人口老龄化加速，养老需求旺盛。“七普”数据显示，60 岁以上的人口从 10 年以前的 13.3% 提高到了 18.7%，65 岁以上的人口从 8.9% 提高到了今天的 13.5%。未来老龄化将加速，根据全国政协委员郑秉文第四届金麒麟保险高峰论坛的发言，预计 60 岁的将从 2020 年的 18.7% 上升到 2030 年的 23.6%，2040 年的 31.9%，2050 年的 37.2%。65 岁的将从 13.5% 上升到 2030 年的 17%，2040 年的 25%，2050 年的 28%。1962-1970 年的生育高峰出生大概 2 亿多人口，如果按照平均工作年龄 60 岁来计算，从明年开始到 2030 年，将有 2 亿多人口进入到退休状态。而我国的养老金储备远低于美、日、韩等国，从 2018 年数据来看，养老金占 GDP 比例仅 1.7%。养老金的发展动力在于随着老龄化进程加速养老需求的释放，以及政策对于养老第三支柱的驱动，保险公司作为养老市场的重要竞争者，其优势在于跨越长周期的投资能力、保本刚兑的长期养老险产品以及养老社区布局的先发优势。

图 14：2010-2020 中国老年人口占比



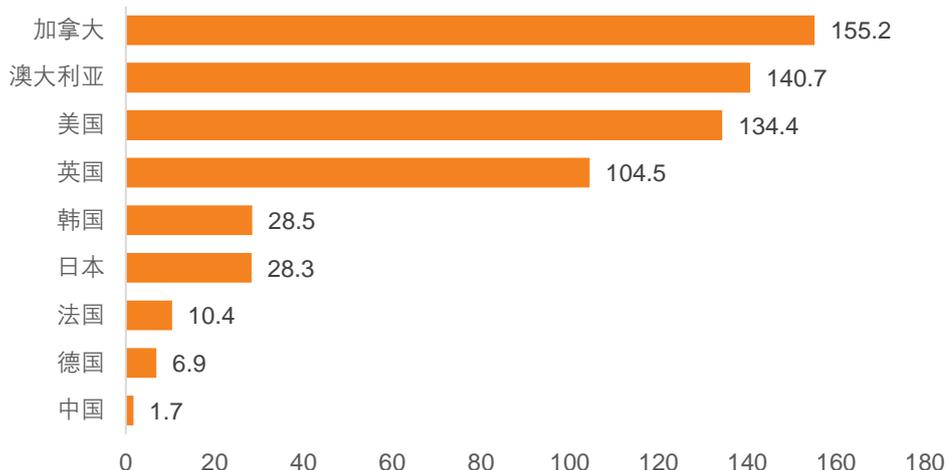
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 15：1949-2020 中国出生人口(单位：万人)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 16：国家积累制公共养老金和私人养老金规模占 GDP 比重 (%)



资料来源：Pensions at a Glance 2019：OECD and G20 Indicators，天风证券研究所；注：数据为 2018 年或最近数据可得年份

中期视角下，行业“去产能”长期利好于优秀的公司，未来构建了“先进产能”的公司的市场份额将提升。先进产能包括高素质的代理人，优质、全面的服务，即一方面向友邦学习，打造战斗力强的绩优队伍，另一方面向泰康学习进行全产业链布局。太保、平安在销售队伍转型、服务生态上走在前列，预计将领先于其他公司走出行业低谷。

表 3：保险公司保险+服务布局

	健康生态布局	养老生态布局	服务+产品的融合
太保	布局互联网医疗：中国太保和上海瑞金医院、红衫中国共同打造广慈太保互联网医院，推出首款产品“太医管家”，满足全家人的一站式个性化医疗健康需求，打通“医、药、险”闭环生态。	全国 7 城落地 8 个养老社区项目，形成太保家园“颐养、乐养、康养”三位一体的全龄覆盖的服务体系，今年将开业 2 家	太保蓝本服务体系 <ul style="list-style-type: none"> 普惠版：重疾“三专”、120 急救补贴、视频医生卡、陪诊服务（后两项

布局实体医疗：1) 推进与三级甲等实体医院的线下合作，打通保险支付与客户医院的就诊体验；2) 规划建设康复医院

设立产业投资基金：成立了太保私募基金管理有限公司，并以管理人和 GP 身份发起设立太保大健康产业股权投资基金；作为 LP 与红杉共同发起设立健康产业股权投资基金。

邀请好友解锁)

- 专业版：“三专”、120 急救补贴、视频医生、二次诊疗、多学科会诊、海外就医协助等
- 尊享版：增加高端医疗服务

年金险+养老社区入住资格

<p>平安好医生 (互联网医疗服务平台)：在线诊疗、120 家互联网医院、“医、药、险”生态闭环</p> <p>平安智慧医疗：通过提供公共卫生管理、临床辅助决策、智能影像、慢病管理等方案服务监管部门、赋能医疗机构</p> <p>收购方正集团，将拥有线下医疗资源</p>	<p>“平安臻颐年”康养品牌及首个高端产品线“颐年城”</p> <p>探索搭建居家养老服务平台</p>	<p>臻享 run 服务体系</p> <ul style="list-style-type: none"> • 乐享 run：日常健康管理、小病门诊协助、大病住院安排、重疾专案管理 • 尊享 run：增加运动达标奖励、音视频问诊 • 尊享 run plus：增加私人教练、私人营养师、特色体检、陪诊、术后护理等服务 <p>年金险+养老社区入住资格</p>
--	---	--

<p>友邦 自建医疗团队，对接医疗资源</p> <p>中国 和微医合作，提供在线问诊等服务</p>	<p>推出了“友自在”养老综合解决方案，配套全套养老服务，对接外部养老资源，解决客户居家养老、社区养老、机构养老的问题</p>	<p>高端医疗险+高端医疗服务、重疾险+愈从容服务、健康险+健康友行健康管理服务</p>
---	---	--

<p>线下医疗资源：布泰康仙林鼓楼医院、泰康同济 (武汉) 医院、泰康西南医学中心、泰康前海国际医院、泰康宁波国际医院五大医学中心，战略控股了拜博口腔，投资了知名的神经专科连锁医疗集团三博脑科医院及冬雷脑科医院</p> <p>线上医疗资源：互联网保险企业泰康在线宣布与互联网医疗平台“好大夫在线”达成合作。双方联合打造的医、患、药、险服务体系。</p>	<p>CCRC 养老社区+康复医院目前布局 24 个核心城市；7 地养老社区已经开业，今年内预计还会有 4 家开业</p>	<p>泰康就医绿通服务</p> <p>年金险+养老社区入住资格</p>
--	---	---

资料来源：根据友邦保险官网、泰康保险官网、中国证券报、上海证券报等公开信息整理，天风证券研究所

财险方面，车险综改一周年已到，Q4 开始保费收入同比增长压力减小，龙头公司将凭借

对车险产业链的深度把控，及数据、定价、服务等优势进一步提升保费和盈利的市占率。车险方面，我们判断人保财险后续有望保持承保盈利，且积极转向盈利能力更强的家自车业务，保单层面车险 COR 预计可保持在 98%左右。费用管控后，中小公司价格优势收敛，龙头品牌优势更为明显。中期角度，费改压力下持续亏损的中小公司可能逐步退出车险市场，而龙头公司将凭借对车险产业链的深度把控，及数据、定价、服务等优势进一步提升市占率。

5. 投资建议

资产端改善有望驱动行情，静待明年 3 月后的负债端企稳。预计 10 年期国债收益率已触底(2.8%)，9 月底 10 年期国债收益率已呈现抬升趋势。市场已经充分反映了 NBV 的疲弱，亦反映了明年开门红的 NBV 负增长。我们判断市场对保险负债端的长期预期已过度悲观。2021 年是充分淘汰落后产能的一年，将利好拥有优质销售队伍的保险公司。长期视角下，健康险的逻辑在于个人支付的卫生总费用增加、DRG 与 DIP 对医保的控费影响利好商保，健康险核心要解决的是优质医疗资源的可及性问题。截至 10 月 13 日，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险 A 股 2021PEV 分别为 0.74、0.65、0.55、0.50 倍，友邦保险、中国太平 H 股 2021PEV 分别为 1.90 倍、0.20 倍，分别处于历史估值分位的 7%、2%、3%、2%、70%、3%。当前估值已充分反映负债端悲观预期，短期资产端利好叠加估值切换，有望驱动 Q4 保险股行情。重点推荐：友邦保险、中国太保、中国平安。

6. 风险提示

- 1) 资本市场大幅波动：非银股的 β 属性较强，受市场波动的影响较大。
- 2) 长端利率下行超预期：如果长端利率超预期快速下行，则保险公司再投资资产将面临配置压力，且负债端的准备金计提超预期，将抑制保险公司估值。
- 3) 保险公司负债端改善慢于预期：如受到宏观经济修复、行业供给侧改革进度不及预期等影响，造成负债端改善慢于预期，或将影响保险公司估值。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com