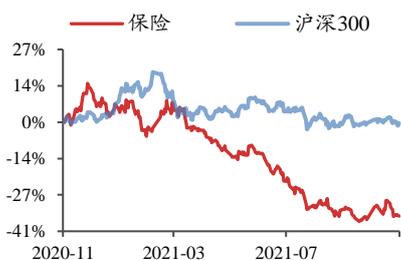


保险

2021年11月05日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《上市保险公司 9 月保费收入数据点评-基数差异带来增速分化，长端利率回升利好估值修复》-2021.10.19

《“险中取胜”行业系列深度报告之一-商业健康险潜力空间较大，队伍快速升级险企将受益》-2021.9.24

《上市保险公司 8 月保费收入数据点评-8 月保费同比继续放缓，板块估值已在底部》-2021.9.17

资产负债两端仍有压力，关注寿险转型边际改善

——上市保险公司 2021 年 3 季报综述

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

● 资产负债两端仍有压力，关注寿险转型边际改善及绩优人力情况

资产端长端利率或维持震荡，权益市场波动增大；负债端寿险转型仍处深水区，主动清虚、被动脱落以及增员难度加大造成总人力规模下降，行业供给侧改革虽不断推进，但保障型产品需求仍未出现边际修复，后续需进一步关注寿险转型推进情况以及其关键指标-绩优人力情况。考虑到总人力规模下降以及保障需求受供需错配及疫情影响，预计 2021 年 NBV 同比表现修复概率较低，且开门红启动时间有所延后，监管鼓励业务平稳发展，2021 年 1 月受重疾定义切换带来较高基数，预计 2022 年开门红或继续承压。目前看，行业转型仍在途中，开门红概念逐步弱化，负债端改善仍需观察，经济下行压力或对投资端不利，推荐转型态度坚决的中国太保以及综合竞争优势突出的中国平安。

● 深化寿险转型，代理人规模继续下降，NBV 有所承压

中国人寿及中国平安 2021 年 Q3 末个险营销员数量分别为 98 万人及 71 万人，均环比下降 17 万人，延续自 2019 年以来的下降趋势。人力下降的原因主要系（1）上市险企主动调整策略，推动转型，主动清除低产能及虚假人力，由高速转向高质量发展；（2）新兴职业兴起、疫情压降收入预期以及招募标准提升，导致新人增长放缓；（3）低质代理人难以维持考核。受到疫情压制保障型产品需求、代理人规模下滑以及普惠型产品冲击影响，中国平安及中国人寿 NBV 同比承压，分别为-17.8%（2021H1 -11.7%）、-19.6%（2021H1 -19.0%）。

● 车险综改压制延续至 3 季度，非车险保持同比高增

2021 年前 3 季度上市险企财险保费收入分别：人保财险 3458 亿元、同比+0.5%（2021H1 +2.4%），平安财险 1993 亿元、同比-9.2%（2021H1 -7.5%），太保财险 1190 亿元、同比+3.0%（2021H1 +6.4%），3 家累计总保费 6641 亿元，CR3 市占率 63.4%。根据银保监会披露数据，车险综改以来车均保费降低 21%，是财险保费承压的主要原因。受信用保证保险风险化解拖累，非车险保费同比有所放缓，但太保财险、人保财险同比仍维持高位，2021 年前 3 季度太保财险非车险同比+21.4%、人保财险+12.4%、平安财险-11.8%。

● 总投资收益率有所收敛，地产投资信用风险有所缓解

上市险企 2021 年前 3 季度年化净投资收益率分别为中国人寿 4.4%、中国太保 4.3%、中国平安 4.2%，年化总投资收益率分别为新华保险 6.4%、中国太保 5.3%、中国人寿 5.25%、中国平安 3.7%。受 2021 年 3 季度权益市场波动影响以及华夏幸福债务充足方案出炉中国平安未进一步计提减值影响，总投资收益率有所收敛。

● **风险提示：**寿险转型进展超预期受阻；资产端发生信用风险事件；长端利率超预期下降。

目 录

1、 寿险转型不断深化，2021Q3 新单价值仍承压.....	3
1.1、 深化寿险转型，代理人规模继续下降，NBV 有所承压.....	3
1.2、 车险综改压制延续至 3 季度，非车险保持同比高增.....	5
1.3、 总投资收益率有所收敛，地产投资信用风险有所缓解.....	6
1.4、 责任准备金增提及资产减值拖累上市险企归母净利润.....	8
2、 投资建议.....	9
3、 风险提示.....	12

图表目录

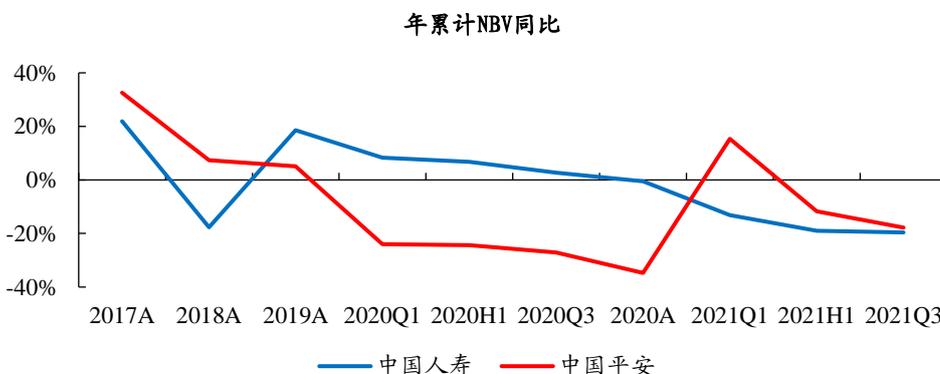
图 1: 中国人寿、中国平安 NBV 同比继续承压.....	3
图 2: 上市险企 2021 年前 3 季度新单保费同比承压.....	4
图 3: 新单及续期保费疲软拖累上市险企寿险总保费同比增速.....	4
图 4: 上市险企个险渠道营销员数量进一步下滑.....	5
图 5: 上市险企 2021 年财险保费持续承压.....	5
图 6: 上市险企 2021 年车险保费受综改影响承压.....	5
图 7: 非车险保费受信用保证险拖累同比有所下降.....	6
图 8: 2021 年前 3 季度车险占比有所回升.....	6
图 9: 2021 前 3 季度平安财险、人保财险综合成本率出现回升.....	6
图 10: 上市险企 2021 年前 3 季度总投资收益率有所收敛.....	7
图 11: 上市险企 2021 年前 3 季度净投资收益率有所回升.....	7
图 12: 上市险企总投资资产 2021Q3 末均已突破万亿元.....	7
图 13: 上市险企 2021 年前 3 季度总投资收益率有所收敛.....	9
图 14: 上市险企 2021 年前 3 季度净投资收益率有所回升.....	9
图 15: 10 年期国债收益率近期于 3.0% 下方震荡.....	11
图 16: 上市险企 PEV 估值处于历史底部.....	12
表 1: 中国平安 2021 前 3 季度新单保费及新单价值率同比出现下滑.....	3
表 2: 华夏幸福计划通过 5 种方式清偿金融债务 2192 亿元.....	7
表 3: 上市险企 2021 年前 3 季度同比较 2021 年上半年有所放缓.....	8
表 4: 投资收益及公允价值变动 2021 年前 3 季度同比较 2021 年上半年有所放缓.....	8
表 5: 中国人保、新华保险及中国人寿提前保险责任准备金及资产减值损失 2021 年 3 季度同比增长明显.....	8
表 6: 2021 年 3 季度以来，监管发布多条措施保护消费者权益，规范保险行业行为，引导行业发展.....	9
表 7: 上市险企代理人规模单季降幅有所增加.....	11
表 8: 多数上市险企 2022 年开门红时间有所延后.....	12
表 9: 受益标的估值表.....	12

1、寿险转型不断深化，2021Q3 新单价值仍承压

1.1、深化寿险转型，代理人规模继续下降，NBV 有所承压

中国平安、中国人寿 NBV 同比继续承压。中国平安 2021 年前 3 季度 NBV 352 亿元、同比-17.8%，较 2021 上半年同比-11.7%有所放缓，3 季度 NBV 78 亿元、同比-33.5%，较 2 季度-42.3%有所收敛；中国人寿 2021 年前 3 季度 NBV 同比-19.6%，较 2021 上半年恶化 0.6pct。上市险企 NBV 高开低走，2021 年 1 季度受开门红准备提前以及新旧重疾定义切换带动，NBV 表现优于预期，但随后受到疫情压制保障型产品需求、代理人规模下滑以及普惠型产品冲击影响，NBV 同比表现有所下滑且 margin 受产品结构影响有所下降。

图1：中国人寿、中国平安 NBV 同比继续承压



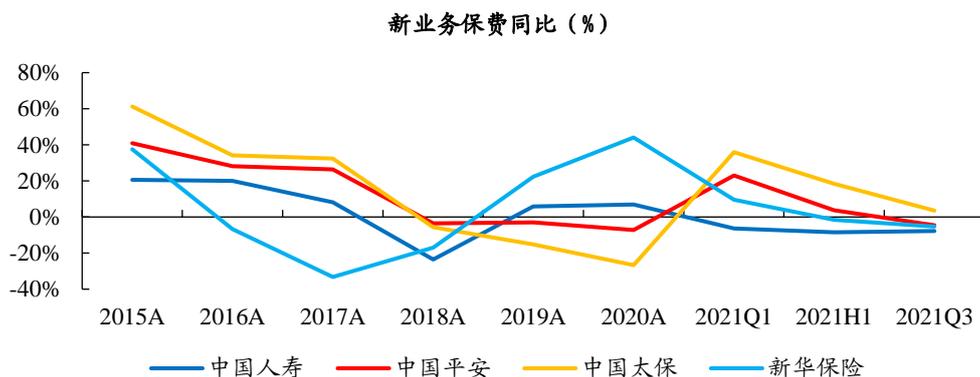
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表1：中国平安 2021 前 3 季度新单保费及新单价值率同比出现下滑

中国平安寿险及健康险业务 (百万元)	2020Q3	2021Q3	2021H1 同比	2021Q3 同比	2021Q3/2019Q3
用于计算新业务价值的首年保费	120,152	114,749	3.7%	-4.5%	-6.2%
新业务价值	42,844	35,237	-11.7%	-17.8%	-40.1%
新业务价值率	35.70%	30.70%	下降 5.5pct	下降 5.0pct	下降 17.4pct

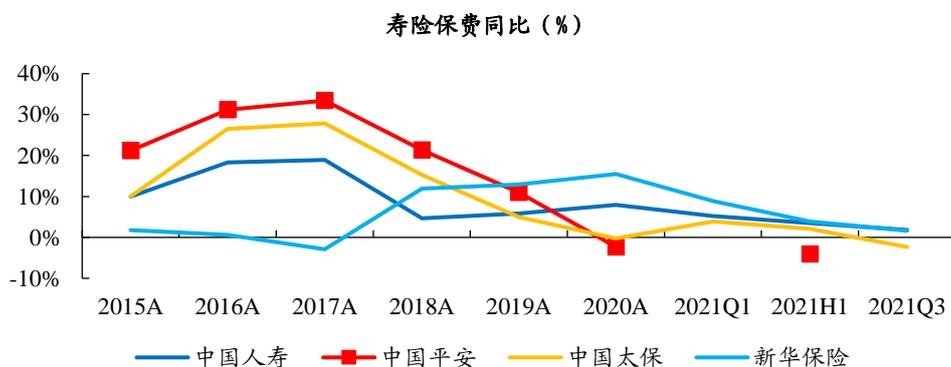
数据来源：中国平安公司公告、开源证券研究所

上市险企新单保费前 3 季度同比均承压，仅中国人寿同比较上半年上升。2021 年前 3 季度新单保费及同比分别为：中国太保+3.6% (2021H1 +18.5%)、中国平安-4.5% (2021H1 +3.7%)、新华保险-5.4% (2021H1 -1.7%)、中国人寿-7.8% (2021H1 -8.4%)，上市险企前 3 季度新单保费均不同程度承压，仅中国太保凭借其 30 年司庆营销活动及储蓄型产品带动上半年高增，但受 3 季度保障型产品推动效果较差影响，前 3 季度同比较 2021 年上半年明显下滑 14.8pct。3 季度上市险企新单保费及同比分别为中国人寿 273 亿元、同比-4.7%，中国平安 271 亿元、同比-23.9%，中国太保 37 亿元、同比-41.2%，新华保险 63 亿元、同比-21.2%。

图2：上市险企 2021 年前 3 季度新单保费同比承压


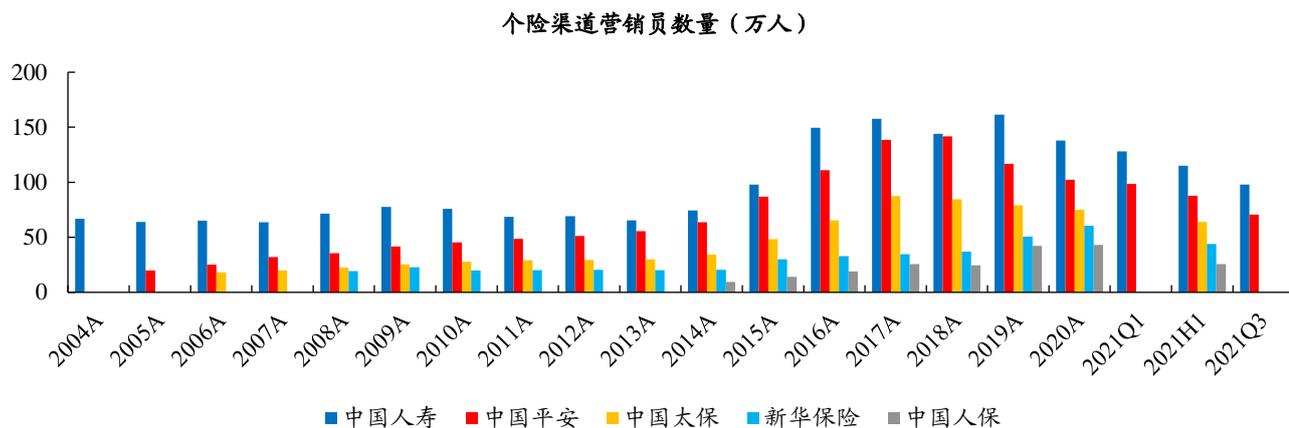
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

新单及续期保费疲软,拖累寿险总保费收入。2021 年前 3 季度寿险保费同比均较 2021 年上半年放缓: 中国人寿 5534 亿元、同比+1.8% (2021H1 同比+3.5%), 中国太保 1818 亿元、同比-2.4% (2021H1 +2.1%), 新华保险 1366 亿元、同比+1.6% (2021H1 +3.9%), 中国人寿、新华保险主要受新单保费疲软拖累, 中国太保主要受续期保费疲软拖累。

图3：新单及续期保费疲软拖累上市险企寿险总保费同比增速


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

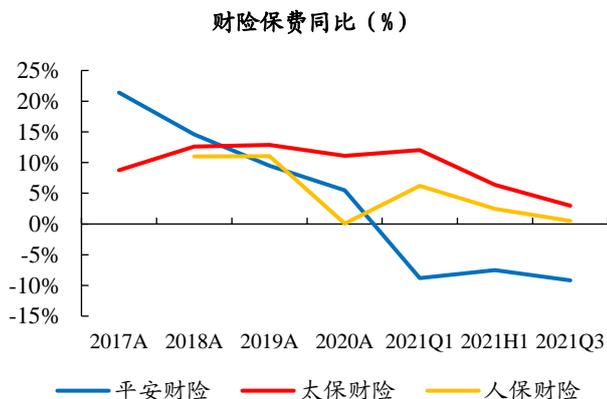
增员难度增大叠加险企主被动清虚,上市险企代理人规模继续下降。中国人寿及中国平安披露 2021 年 Q3 末个险渠道营销员数量,分别为 98 万人及 71 万人,均环比下降 17 万人,延续自 2019 年以来的下降趋势。人力下降的原因主要系 (1) 保险行业及上市险企主动调整经营策略,推动转型,主动清除低产能及虚假人力,由高速转向高质量发展; (2) 新兴职业兴起、疫情压降收入预期以及招募标准提升,导致新人增长有所放缓; (3) 低质量代理人难以维持考核,被动脱落。

图4：上市险企个险渠道营销员数量进一步下滑


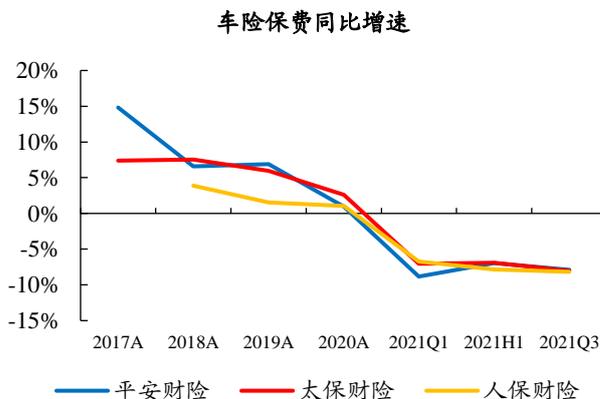
数据来源：各上市险企、开源证券研究所

1.2、车险综改压制延续至3季度，非车险保持同比高增

前3季度车险同比维持低位，非车险保持高增。2021年前3季度上市险企财险保费收入分别：人保财险3458亿元、同比+0.5%（2021H1+2.4%），平安财险1993亿元、同比-9.2%（2021H1-7.5%），太保财险1190亿元、同比+3.0%（2021H1+6.4%），3家累计总保费6641亿元，CR3市占率63.4%。根据银保监会披露数据，车险综改以来车均保费降低21%，是财险保费承压的主要原因，2020年9月19日正式跨越车险综改首个年度，预计2021Q4车险保费同比将有所好转，2021年前3季度车险保费同比分别为平安财险-7.9%、太保财险-8.0%、人保财险-8.2%。受信用保证保险风险化解拖累，非车险保费同比有所放缓，占比总保费有所下降，但太保财险、人保财险同比仍维持高位，2021年前3季度太保财险非车险同比+21.4%（2021H1+28.6%）、人保财险+12.4%（2021H1+14.2%）、平安财险-11.8%（2021H1-8.6%）。

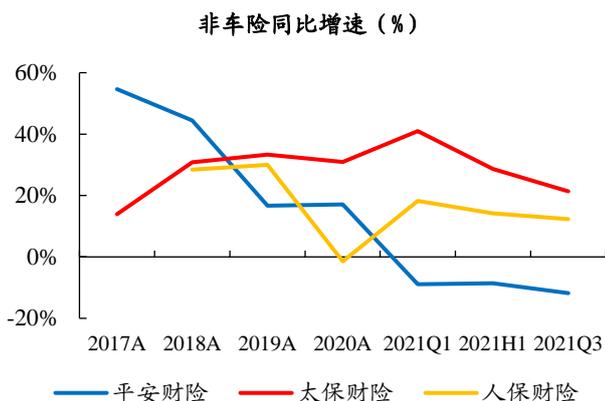
图5：上市险企2021年财险保费持续承压


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图6：上市险企2021年车险保费受综改影响承压


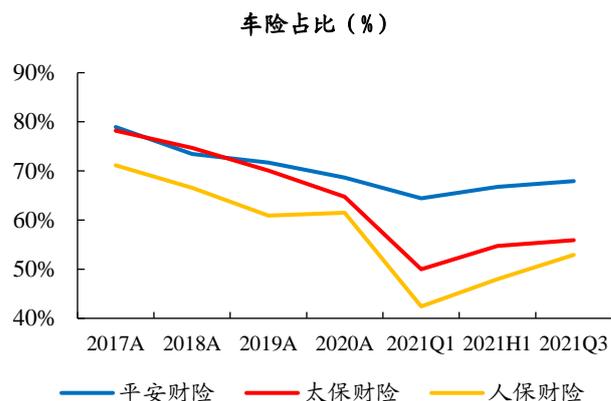
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图7: 非车险保费受信用保证险拖累同比有所下降



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

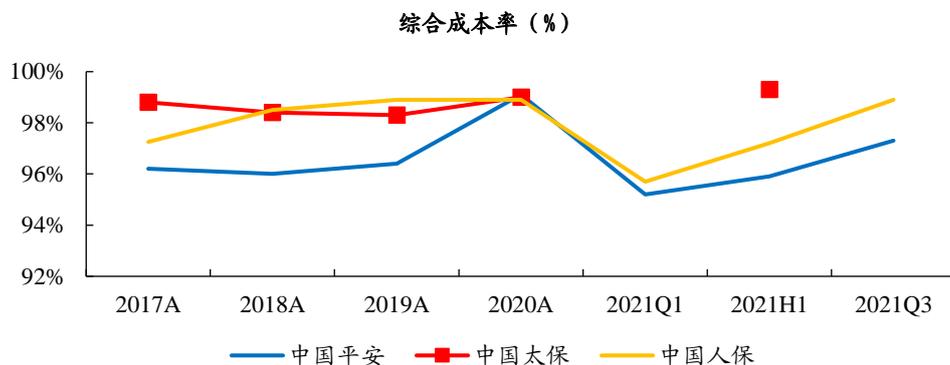
图8: 2021年前3季度车险占比有所回升



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

综合成本率明显提升, 或仍有进一步提升压力。平安财险、人保财险披露 2021 年前 3 季度综合成本率, 分别为 97.3%与 98.9%, 较 2021 年上半年提升明显, 主要系车险综改导致的计算基数错位改善所致, 我们预计受车险综改以及财险市场竞争加剧, 综合成本率仍有进一步上升的压力, 但大型险企较中小型险企更具数据、定价及服务优势, 压力可控。

图9: 2021 前 3 季度平安财险、人保财险综合成本率出现回升

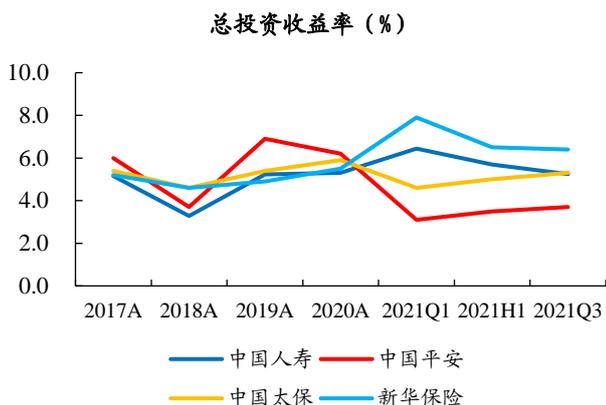


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

1.3、总投资收益率有所收敛, 地产投资信用风险有所缓解

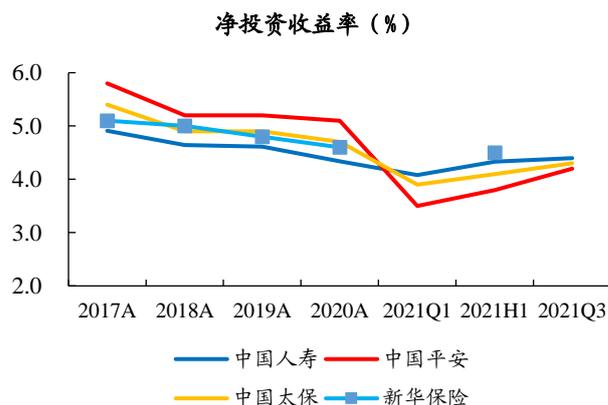
受 Q3 权益市场波动及地产风险事件化解, 总投资收益率出现收敛。上市险企 2021 年前 3 季度年化净投资收益率分别为中国人寿 4.4%、中国太保 4.3%、中国平安 4.2%, 年化总投资收益率分别为新华保险 6.4%、中国太保 5.3%、中国人寿 5.25%、中国平安 3.7%。受 2021 年 3 季度权益市场波动影响以及华夏幸福债务充足方案出炉中国平安未进一步计提减值影响, 总投资收益率有所收敛。上市险企总投资资产均突破万亿关口, 2021Q3 末, 中国人寿 4.54 万亿元、中国平安 3.9 万亿元、中国太保 1.77 万亿元、新华保险 1.02 万亿元。

图10: 上市险企 2021 年前 3 季度总投资收益率有所收敛



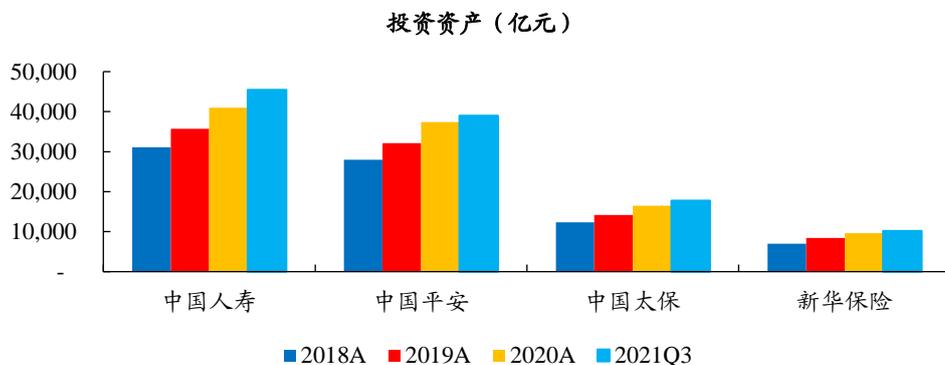
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图11: 上市险企 2021 年前 3 季度净投资收益率有所回升



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图12: 上市险企总投资资产 2021Q3 末均已突破万亿元



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

华夏幸福债务重组计划有望缓解投资端疑虑。2021 年 9 月 30 日华夏幸福公告债务重组计划, 将通过出售资产、优先类金融债务展期或清偿及公司承接等方式兑付金融债务, 中国平安披露其华夏幸福风险敞口总计为 540 亿元, 已计提减值 359 亿元, 2021 年 3 季度末新增减值计提, 除长期股权投资无法转回外, 债权类投资可进行转回, 预计后续新增减值计提可能性较低, 但仍需关注其偿债进展。华夏幸福债务重组方案出炉, 有利于中国平安控制其投资风险敞口, 并有助于缓解市场对于保险公司在地产产业链投资端的担忧与疑虑。

表2: 华夏幸福计划通过 5 种方式清偿金融债务 2192 亿元

华夏幸福债务清偿方案	清偿金额 (亿元)
出售资产带走金融债务	500
优先类金融债务展期或清偿	352
现金兑付 (运用出售资产回笼的资金约 750 亿元)	570
以持有型物业等约 220 亿元资产设立信托受益权份额抵偿	220
公司承接, 通过后续经营发展逐步清偿	550
总计	2192

数据来源: 华夏幸福公司公告、开源证券研究所

1.4、责任准备金增提及资产减值拖累上市险企归母净利润

准备金增提及资产减值拖累利润，上市险企归母净利润同比放缓。受 750 天国债收益率曲线下行影响，上市险企均增提保险责任准备金，同时，部分险企资产减值 3 季度增加明显且受市场波动影响投资收益同比放缓，共同拖累上市险企 2021 年前 3 季度归母净利润同比：中国太保+15.5%、中国人保+10.9%、新华保险+7.6%、中国人寿+3.0%、中国平安-20.8%。

表3: 上市险企 2021 年前 3 季度同比较 2021 年上半年有所放缓

归母净利润 (百万元)	2020 年前 3 季度	2021 年前 3 季度	2021 上半年同比	2021 年前 3 季度同比
中国人寿	47,078	48,502	34.2%	3.0%
中国平安	103,041	81,638	-15.5%	-20.8%
中国太保	19,648	22,686	21.5%	15.5%
新华保险	11,105	11,954	28.3%	7.6%
中国人保	18,736	20,775	34.0%	10.9%

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

表4: 投资收益及公允价值变动 2021 年前 3 季度同比较 2021 年上半年有所放缓

投资收益+公允价值变动 (百万元)	2020 年前 3 季度	2021 年前 3 季度	2021 上半年同比	2021 年前 3 季度同比
中国人寿	158,642	184,243	23.3%	16.1%
中国平安	77,646	59,304	-11.5%	-23.6%
中国太保	66,161	73,466	23.8%	11.0%
新华保险	37,679	48,189	38.4%	27.9%
中国人保	44,617	50,540	27.2%	13.3%

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

表5: 中国人保、新华保险及中国人寿提前保险责任准备金及资产减值损失 2021 年 3 季度同比增长明显

上市险企	提取保险责任准备金		资产减值损失		提取保险责任准备金 + 资产减值损失
	2021 年 3 季度	2021 年 3 季度同比	2021 年 3 季度	2021 年 3 季度同比	2021 年 3 季度同比
中国人寿	83,124	9.5%	10,998	74.1%	14.5%
中国平安	54,431	-1.0%	17,257	-0.7%	-0.9%
中国太保	31,102	-3.7%	2,213	106.2%	-0.1%
新华保险	30,075	32.0%	469	46.6%	32.2%
中国人保	17,988	100.0%	-352	-422.9%	93.7%

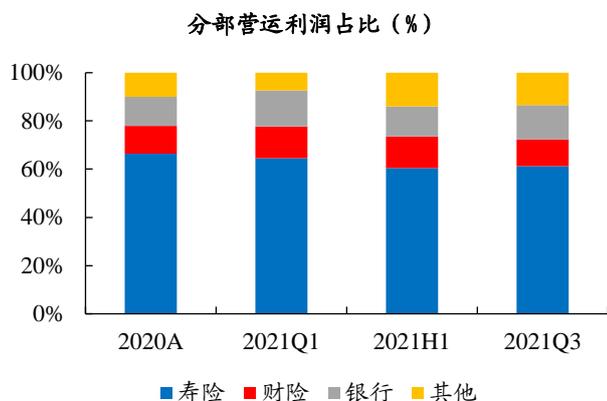
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

注: 中国平安减值损失为信用减值损失。

银行业务保持高增，寿险及健康险业务拖累营运利润。2021 年前 3 季度中国平安营运利润 1187 亿元、同比+9.2%，较 2021 年上半年同比+10.1%有所放缓，银行业务保持高增，2021 年前 3 季度同比+30.1%较上半年提升 1.5pct。财险、科技及其他资产管理业务同比略有放缓，但仍维持好表现，带动整体营运利润，2021 年前 3 季度同比分别为+20.2% (2021H1 +30.4%)、+59.3% (2021H1 +81.4%)、+88.9% (2021H1 +90.1%)。寿险及健康险 2021 年前 3 季度营运利润 727 亿元，占集团 61.2%，同比-2.8%

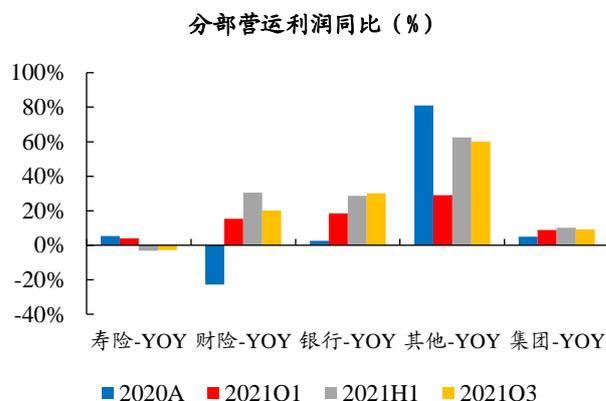
较上半年降幅收敛 0.4pct。

图13: 上市险企 2021 年前 3 季度总投资收益率有所收敛



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图14: 上市险企 2021 年前 3 季度净投资收益率有所回升



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

2、投资建议

严监管、强监管态势不变，短期增加负债端压力，长期利好行业发展。自 2021 年 3 季度以来，监管多次发文提示保护消费者权益、规范行业行为，监管方向包括人身险产品设计、自保件、互保件销售行为、互联网保险销售行为以及从业人员处罚信息管理，其中北京及重庆地区监管要求自保件及互保件不计入考核、转正、晋升以及激励方案，叠加此前部分低于推动的前端销售录音录像，短期内或对部分地域业务造成一定压力，严监管、强监管态势不变，但长期将规范行业行为，利好行业发展。

表6: 2021 年 3 季度以来，监管发布多条措施保护消费者权益，规范保险行业行为，引导行业发展

时间	政策名称	文号	监管方向	监管事项
2021 年 7 月 5 日	关于《关于加强规范管理促进人身保险公司年度业务平稳发展的通知》落实情况的通报	人身险部函〔2021〕305 号	情况通报	规范人身保险市场秩序，保护保险消费者合法权益，促进人身险业务平稳健康发展
2021 年 7 月 30 日	中国银保监会人身险部关于近期人身保险产品问题的通报	人身险部函〔2021〕329 号	人身保险产品设计	人身保险产品设计违规情况通报
2021 年 8 月 3 日	北京银保监局于近日下发了《关于规范销售人员自保件和互保件管理的通知（征求意见稿）》	征求意见稿	销售行为	自保件、互保件不得计入转正、考核、业务方案及达成业务指标
2021 年 8 月 6 日	银保监会下发《关于开展互联网保险乱象专项整治工作的通知》	-	互联网保险乱象整治	1.销售误导、投保告知不充分、银猫承保信息；2.强制搭售、误导销售；3.经营不合规、不审慎；4.用户信息安全问题
2021 年 8 月 19 日	北京银保监局出台整治北京地区互联网保险营销宣传征求意见稿	征求意见稿	互联网保险	要求各保险机构应全面停止在北京地区发布存在过度营销、诱导消费问题的营销宣传广告
2021 年 8 月 24 日	北京银保监局办公室关于专项整治北京地区互联网保险营销宣传有关	京银保监办发〔2021〕102 号	互联网保险	叫停北京地区诱导、误导性营销广告内容及互联网界面问题

时间	政策名称	文号	监管方向	监管事项
	问题的通知			
2021年9月2日	北京银保监局出台监管文件规范保险销售人员处罚信息管理	京银保监发〔2021〕281号	销售人员处罚记录	销售人员处罚信息记录及管理
2021年9月2日	北京银保监局出台监管文件规范人身险销售人员自保件和互保件管理	京银保监发〔2021〕282号	销售行为	自保件、互保件不得计入转正、考核、业务方案及达成业务指标
2021年10月15日	中国银保监会办公厅关于进一步丰富人身保险产品供给的指导意见	银保监办发〔2021〕107号	产品设计	进一步丰富人身保险产品供给、满足人民群众多样化保险保障需求，提出以下指导意见。
2021年10月20日	银保监会人身险部向各人身险公司下发了《关于就〈万能型人身保险管理办法（征求意见稿）〉征求意见的通知》（以下简称“《办法》”）	征求意见稿	产品设计	包括总则、经营管理、产品管理、账户管理、资金运用管理、销售管理、风险管理、信息披露、监督管理、附则等，对万能险的经营管理行为进行全方位、系统性的规范。与2015年发布的《万能保险精算规定》一起构成万能险产品监管的基础性制度。不得开发5年期及以下的产品，鼓励开发20年及以上的产品并结合附加重大疾病和附加意外伤害保险；万能险结算利率不得高于最低保证利率或当月最高财务投资收益率；销售人员需有1年以上经验，并通过特定考试；营销上从严规定；资金投向有比例上限，降低了风险敞口；强化披露情况（对银保监会）
2021年10月21日	银保监会发布关于防范保险诱导销售的风险提示	-	营销宣传	防范互联网保险销售误导，禁止首月0元及免费保障等误导性营销宣传用语，主要针对百万医疗险等
2021年10月22日	中国银保监会发布《关于进一步规范保险机构互联网人身保险业务有关事项的通知》	银保监办发〔2021〕108号	互联网保险	一是明确互联网人身保险业务经营条件；二是实施互联网人身保险业务专属管理；三是加强和改进互联网人身保险业务监管。
2021年10月26日	重庆银保监局发布《关于规范人身险销售人员自保件和互保件管理的通知》	渝银保监发〔2021〕72号	销售行为	销售人员自身及直系亲属1年期以上要双录；完善自保件、互保件继续率监控；完善管控流程，增强识别能力；不得挂钩入职、转正、晋升、业绩激励和竞赛方案

资料来源：银保监会、中国证券报、财联社、开源证券研究所

转型仍需时间，各家均已加速，关注转型策略差异。 行业供需匹配问题已经得到监管及保险公司的关注与举措，提升高质量绩优代理人规模则是各家共同采取的转型手段与策略，单纯的代理人数量无法切实地显现保险公司经营的好坏，而且清除虚挂人力、淘汰低产能人力便能够为市场擦去附着在人均产能以及业务增量镜子上的白雾，同时也能够为保险公司起到优化团队氛围、节省费用支出以及树立良好形象的作用，带动代理人渠道进入良性循环。而所谓的高质量绩优代理人，除了学历标

准外，仍需具备（1）相信保险；（2）有企图心；（3）自律；（4）有利他心；（5）有韧性等特点。虽然各家险企人力降幅均环比扩大，但短期内实现数十万甚至上百万规模的营销队伍实现转型升级难度较大，后续仍需持续关注各家转型策略、转型力度以及加速转型的配套动作与支持，转型阵痛或仍将持续。

表7：上市险企代理人规模单季降幅有所增加

时点人力（万人）	2017A	2018A	2019A	2020A	2021Q1	2021H1	2021Q3
中国人寿	157.80	143.90	161.30	137.80	128.20	115.00	98.00
中国平安	138.60	141.74	116.69	102.38	98.57	87.78	70.62
中国太保	87.40	84.70	79.00	74.90	-	64.10	-
新华保险	34.80	37.00	50.70	60.60	-	44.10	-
中国人保	25.59	24.56	42.30	42.99	-	25.80	-
较上一时点增减（万人）	2017A	2018A	2019A	2020A	2021Q1	2021H1	2021Q3
中国人寿	8.3	(13.9)	17.4	(23.5)	(9.6)	(13.2)	(17.0)
中国平安	27.5	3.1	(25.0)	(14.3)	(3.8)	(10.8)	(17.2)
中国太保	22.1	(2.7)	(5.7)	(4.1)	-	(10.8)	-
新华保险	2.0	2.2	13.7	9.9	-	(16.5)	-
中国人保	6.7	(1.0)	17.7	0.7	-	(17.2)	-

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：中国太保为月均人力。

长端利率或维持震荡，权益市场及信用风险仍需关注。10年期国债收益率近期于3.0%下方震荡，宏观经济恢复进展及疫情或扰动长端利率，险企财务表现虽然与10年期国债收益率表现相关性逐渐减弱，但长端利率仍将影响其新增以及再配置债权类资产收益及定价情况。华夏幸福重组方案出炉减缓市场对于险企投资端担忧，但仍需对其相关资产的风险敞口保持关注，具有更强风险识别以及定价的险企或更具优势。权益市场受内外部扰动影响波动有所加大，后续情况仍需持续关注。

图15：10年期国债收益率近期于3.0%下方震荡


数据来源：银保监会、Wind、开源证券研究所

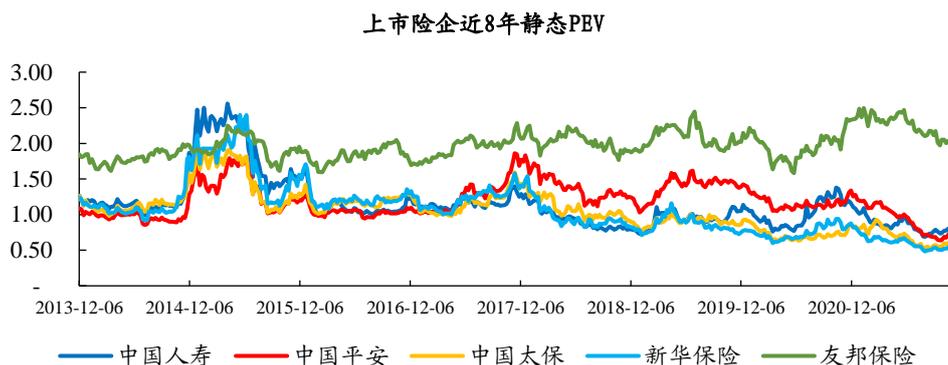
资负两端仍有压力，关注寿险转型边际改善及绩优人力情况。资产端长端利率或维持震荡，权益市场波动增大；负债端寿险转型仍处深水区，主动清虚、被动脱落在以

及增员难度加大造成总人力规模下降，行业供给侧改革虽不断推进，但保障型产品需求仍未出现边际修复，后续需进一步关注寿险转型推进情况以及其关键指标-绩优人力情况。考虑到总人力规模下降以及保障需求受供需错配及疫情影响，预计 2021 年 NBV 同比表现修复概率较低，且开门红启动时间有所延后，监管鼓励业务平稳发展，2021 年 1 月受重疾定义切换带来较高基数，预计 2022 年开门红或继续承压。目前看，行业转型仍在途中，开门红概念逐步弱化，负债端改善仍需观察，经济下行压力或对投资端不利，推荐转型态度坚决的中国太保以及综合竞争优势突出的中国平安。

表8: 多数上市险企 2022 年开门红时间有所延后

公司	2020 年开门红启动时间	2021 年开门红启动时间	2022 年开门红预计启动时间
中国人寿	2019 年 10 月上旬	2020 年 10 月 20 日	2021 年 10 月 20 日
中国平安	2019 年 12 月中旬	2020 年 11 月 1 日	2021 年 11 月
中国太保	2019 年 12 月初	2020 年 10 月 9 日	暂无
新华保险	2019 年 12 月初	2020 年 11 月下旬	2021 年 12 月

资料来源：21 世纪经济报道、开源证券研究所

图16: 上市险企 PEV 估值处于历史底部


数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

表9: 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	2021/11/4	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2020A	2021E	
601318.SH	中国平安	49.70	72.65	81.28	91.41	0.68	0.61	0.54	41.72	45.68	1.19	1.09	买入
601601.SH	中国太保	28.09	47.74	52.56	57.96	0.59	0.53	0.48	22.37	24.18	1.26	1.16	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、风险提示

寿险转型进展超预期受阻；资产端发生信用风险事件；长端利率超预期下降。

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