

保险

2021年11月19日

估值见底，低预期下寻找内外部边际超预期

——保险行业 2022 年度投资策略

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：聚源

相关研究报告

《上市保险公司 10 月保费收入数据点评-寿险板块依旧承压，新车销量放缓拖累车险修复》-2021.11.16

《上市保险公司 2021 年 3 季报综述-资产负债两端仍有压力，关注寿险转型边际改善》-2021.11.5

《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

● 关注转型领先企业，低预期下寻找内外部边际超预期

负债端短期看转型仍处深水区，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。长期看，负债端转型进展需关注核心绩优人力指标，通过我们反算得出其对应的人力规模，目前看中国平安、中国太保处于相对领先地位，2022 年低预期下建议寻找公司内部转型进展边际超预期可能以及外部宏观及政策带动效应。推荐转型领先且综合优势突出的中国太保和中国平安。

● 复盘 2021：资产负债双杀，估值处于历史低位

截至 2021 年 11 月 17 日，保险指数全年累计收益率-37.9%，沪深 300 累计收益率-7.3%，保险指数全年跑输沪深 300 指数-30.7%，各上市险企 P/EV 估值创 5 年历史新低。我们认为，保险股表现疲软主要由于（1）负债端受长期行业内在供给结构性问题拖累、短期外部疫情以及普惠型保险产品因素冲击；（2）资产端长端利率下行施压投资收益以及地产产业链风险暴露影响市场信心所致。

● 展望 2022：寿险-低预期下寻找最快边际改善公司

受到寿险转型所带来的队伍规模下降、产能增速较低以及产品结构导致的价值率下降影响，2022 年各上市险企 NBV 同比仍将承压，无法修复至疫情前水平，我们预计各上市险企 2021 年与 2022 年 NBV 同比分别为：中国平安-15.8%、+2.0%；中国太保-17.0%、+4.0%。人力规模指标参考意义减弱，我们锚定产能指标倒推人力底部，选取一直以来贯彻“最优秀代理”策略的友邦人寿作为参照，结合上市险企 2021 年前 3 季度个险渠道新业务数据，以及各险企最新披露个险人力数据，我们测算出上市险企人力规模或进一步下降，中国平安、中国太保当前人力规模或更接近底部，或更早出现负债端复苏。

● 展望 2022：财险-车险增速有望修复，成本改善及非车增长或带动同比

根据银保监会披露数据，车险综改以来车均保费降低 21%，是车险保费同比承压的主要原因，若 2022 年乘用车销量保持稳定增长，上市险企车险保费表现或优于行业。头部险企具备定价、数据优势以及一定的规模效应，能够更好管控费用率、平衡保费增速与综合成本率，或将有所受益。意外及健康险、责任险与农险 2021 年保持高增，主要受居民保险意识有所提升、百万医疗险件均较低以及监管政策推升责任险与农险需求，我们预计同比增长有望持续，进一步带动财险板块整体增长。我们预计上市险企 2021 年及 2022 年财险保费同比分别为：人保财险+1.2%、+8.6%；太保财险+4.8%、+9.0%；平安财险-5.6%、+6.9%。

● **风险提示：**新冠疫情超预期恶化；寿险转型进展慢于预期；长端利率超预期下行；资产端风险超预期暴露。

目 录

1、 复盘 2021： 资负双杀， 估值处于历史低位.....	4
2、 展望 2022： 低预期下捕捉边际改善	7
2.1、 寿险-低预期下寻找最快边际改善公司	8
2.2、 财险-车险增速有望修复， 成本改善及非车增长或带动同比.....	10
2.3、 资产端-长端利率震荡波动， 信用风险有所缓解	12
3、 投资建议	14
4、 风险提示	17

图表目录

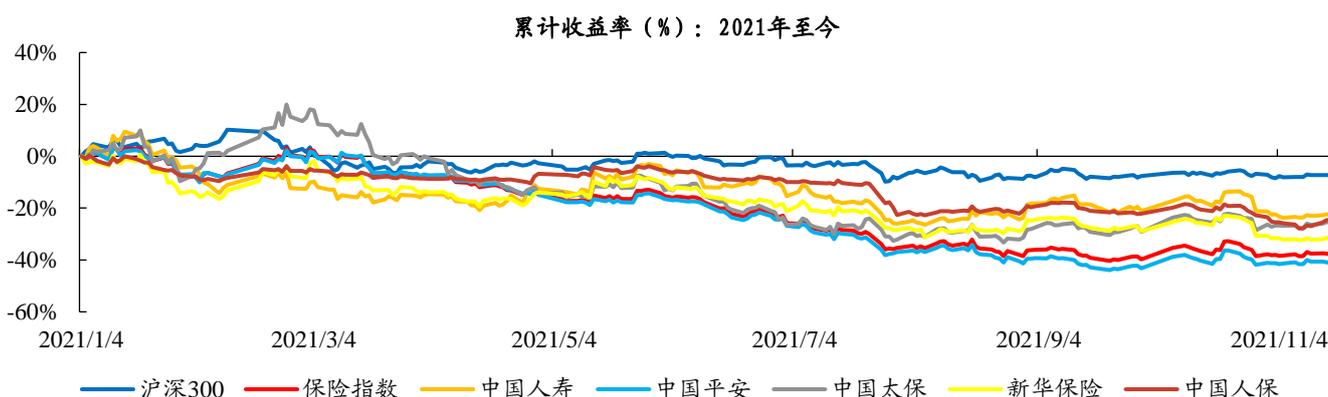
图 1： 2021 年保险指数累计收益率跑输沪深 300 指数-30.7%	4
图 2： 2021 年保险股 P/EV 估值创历史新低.....	4
图 3： 当前寿险行业面临供给需求在新客户触达以及新老客户需求发掘上不匹配的问题	5
图 4： 近年来上市险企 NBV 同比承压	5
图 5： 自 2018 年后， 代理人增长较难带动新业务价值增长.....	5
图 6： 10 年期国债收益率及 750 天均线较 2021 年初分别下滑 27bp、 18bp.....	7
图 7： 上市险企个险渠道营销员数量进一步下滑.....	8
图 8： 车险综改对 2021 年车险保费造成一定压力.....	11
图 9： 上市险企车险参保数量或优于同业	11
图 10： 车险综改带动财险费用率明显下降.....	11
图 11： 财险综合成本率保持平稳.....	11
图 12： 人保财险健康险、 农险及责任险同比保持增长.....	12
图 13： 平安财险意外及健康险同比保持增长.....	12
图 14： 2021 年下半年乘用车累计销量有所放缓.....	12
图 15： 10 年期国债收益率当前在 2.9% 附近震荡	13
图 16： 主动型基金保险股持仓连续 3 个季度下降.....	14
图 17： 中国平安、 中国太保遭减配明显	14
图 18： 10 年期国债收益率当前在 2.9% 附近震荡	17
表 1： 部分城市已开展惠民保业务	6
表 2： 上海惠民保参保人数超 700 万人	6
表 3： 上市险企投资性物业占比其总投资资产比例较小.....	7
表 4： 上市险企所持有的非 AAA 企业债占比总投资资产比例较低.....	7
表 5： 上市险企非标资产中不动产占比接近 20%	7
表 6： 上市险企代理人规模单季降幅有所增加.....	8
表 7： 中国人寿个险渠道新业务保费规模领先.....	9
表 8： 多数上市险企 2022 年开门红启动时间较 2021 年有所延迟.....	9
表 9： 中国人寿 2022 年 1 季度主力产品新增 8 年期保险期间.....	9
表 10： 中国太保 2022 年 1 季度主力产品与 2021 年基本保持一致.....	10
表 11： 上市险企 2022 年新业务价值同比或仍将承压.....	10
表 12： 预计 2022 年财险板块同比增长概率较高.....	12
表 13： 华夏幸福计划通过 5 种方式清偿金融债务 2192 亿元.....	13

表 14: 中国平安对于华夏幸福的投资风险敞口可控.....	13
表 15: 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	14
表 16: 新冠口服药已获得一定进展	16
表 17: 我国新冠疫苗加强针产能充足	16
表 18: 受益标的估值表	17

1、复盘 2021：资负双杀，估值处于历史低位

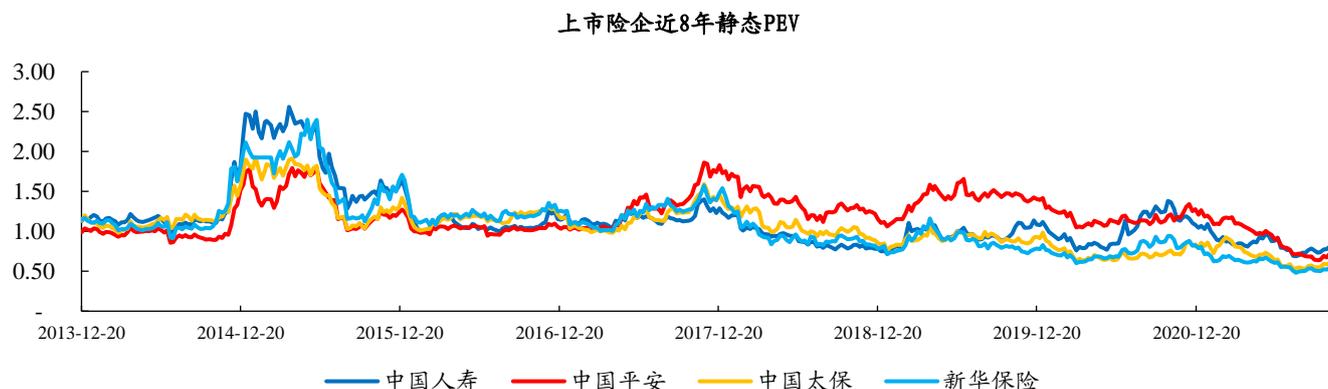
资负两端承压，保险指数全年跑输沪深 300，估值处于历史低位。截至 2021 年 11 月 17 日，保险指数全年累计收益率-37.9%，沪深 300 累计收益率-7.3%，保险指数全年跑输沪深 300 指数-30.7%，各上市险企 P/EV 估值均位于 5 年历史分位数底部，创历史新低。我们认为，保险股表现疲软主要由于（1）负债端受长期行业内在供给结构性问题拖累、短期外部疫情以及普惠型保险产品因素冲击；（2）资产端长端利率下行施压投资收益以及地产产业链风险暴露影响市场信心所致。

图1：2021 年保险指数累计收益率跑输沪深 300 指数-30.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

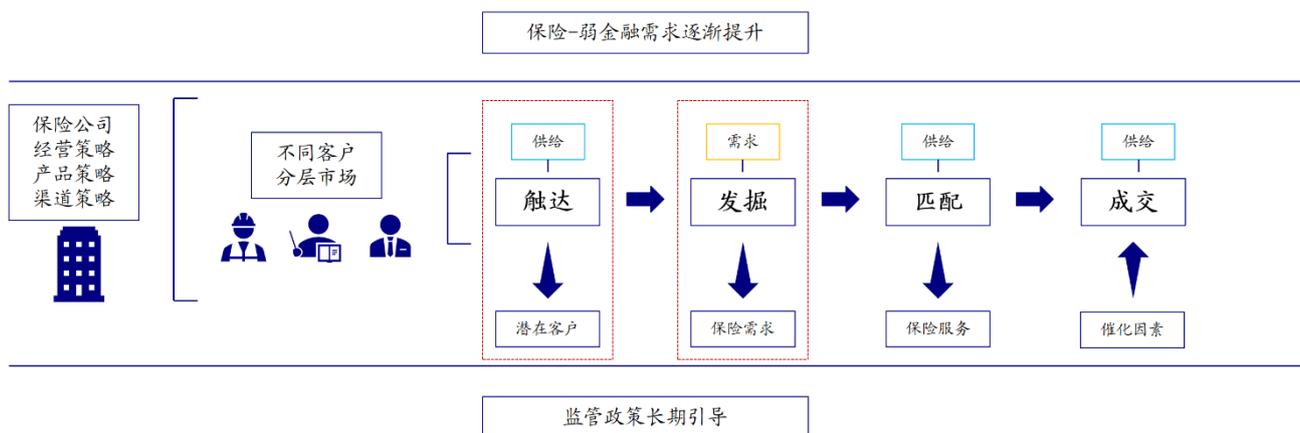
图2：2021 年保险股 P/EV 估值创历史新低



数据来源：Wind、开源证券研究所

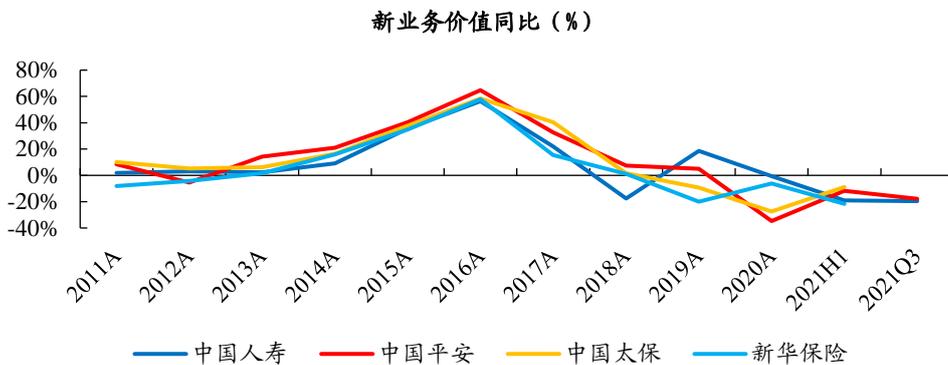
行业供给与需求结构性问题仍待转型改善，进展慢于预期拖累 NBV 增速。上市险企经历 2015-2018 年期间的粗放式发展，原有以大进大出、高举高打的策略难以支撑进一步的业务开拓，行业内显现出供给与需求两个不匹配：（1）低质量代理人销售能力与客户深度、专业需求间的不匹配；（2）代理人群体与潜在客户群体对接途径不匹配，造成个险渠道新客户获取难、存量客户增量业务开发难。而自 2018 年中国平安率先提出寿险改革后，行业内公司均逐步开启寿险的转型升级，但受路径依赖以及存量改革难度较大影响，转型升级进展慢于预期，拖累 NBV 同比增速。

图3: 当前寿险行业面临供给需求在新客户触达以及新老客户需求发掘上不匹配的问题



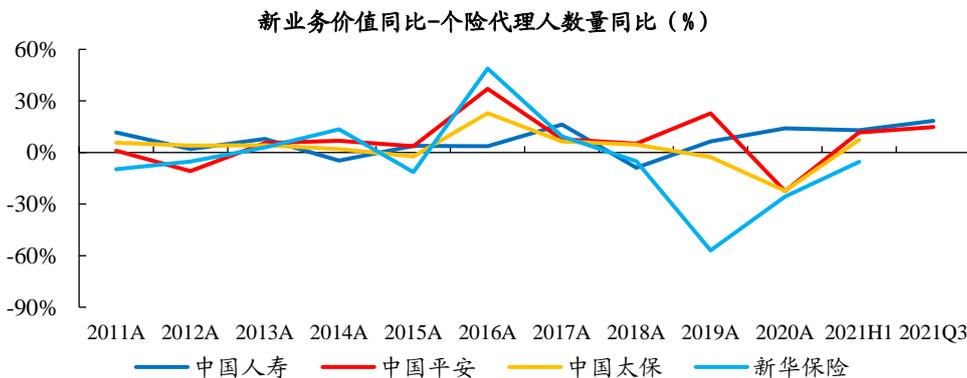
资料来源: 开源证券研究所

图4: 近年来上市险企 NBV 同比承压



数据来源: Wind、各公司公告、开源证券研究所

图5: 自 2018 年后, 代理人增长较难带动新业务价值增长



数据来源: Wind、各公司公告、开源证券研究所

短期内新冠疫情及普惠型保险产品等外部因素冲击行业供需两端。新冠疫情及普惠型保险产品在短期内对供给与需求均产生一定冲击: 供给端: (1) 为防控新冠疫情, 多数地区线下活动开展及一对一面谈受到限制; (2) 保险代理候选人受到疫情影响,

考虑到其收入可能存在不确定性以及新兴职业兴起，候选人入职意愿降低。需求端：（1）根据银保监会披露，惠民保总参保人数已达 7000 万人，惠民保短期内在一定程度上抑制了居民对于商业保险的需求；（2）疫情带来居民对于未来收入预期的不确定，从而使其保障型产品需求转向储蓄型产品，甚至压制其保险产品需求。

表1：部分城市已开展惠民保业务

类型	代表城市惠民保	参保率
医保指导	淄博齐惠保	28.32%
	东莞市民保	19.49%
	惠茗保	17.73%
	平安佛医保	16.66%
	医惠锡城	16.09%
	河源市民保	16.06%
	湛江市民保	15.79%
	茂名市民保	15.05%
	惠州惠医保	14.92%
	春城惠民保	10.38%
	苏惠保	10.10%
	惠徐保	9.38%
	济南齐鲁保	8.98%
	重庆渝惠保	8.96%
	惠宜保	8.51%
医保推动	南京宁惠保	4.95%
	沪惠保	38.49%
	珠江大爱无疆	38.41%
政府引导	穗岁康	28.18%
	浙丽保	85.00%
	慧蜀保	76.51%
	越惠保	66.00%
	南太湖健康保	60.00%
	西湖益联保	44.00%

数据来源：《城市定制型商业医疗险模式优化与制度定位报告》、开源证券研究所

表2：上海惠民保参保人数超 700 万人

代表城市惠民保	参保人数
上海沪惠保（2021 年）	739 万人
北京普惠健康保（2021 年）	301 万人
北京京惠保（2020 年）	151 万人

数据来源：各产品微信公众号、开源证券研究所

长端利率下降施压长期投资假设，信用风险暴露增加市场担忧。截至 2021 年 11 月 9 日，10 年期国债收益率已降至 2.90%，750 天均线为 3.07%，分别较年初下降 27bp、18bp，对于险资新增资产配置以及到期资产再配置造成一定压力。同时，地产产业链中华夏幸福以及中国恒大事件引发市场对于险企投资端的担忧，信用风险事件虽

已得到一定程度上的化解，但市场仍对险企投资端保持一定关注。

图6：10年期国债收益率及750日均线较2021年初分别下滑27bp、18bp



数据来源：银保监会、Wind、开源证券研究所

表3：上市险企投资性物业占比其总投资资产比例较小

2021H1 (百万元)	内含价值	总投资资产	投资性物业/ 投资性房地产	占比内含价值	占比总投资资产
中国人寿	1,142,811	4,457,524	13,367	1.2%	0.3%
中国平安	1,377,953	3,787,025	66,617	4.8%	1.8%
中国太保	474,431	1,752,116	7,673	1.6%	0.4%
新华保险	250,766	979,339	-	0.0%	0.0%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表4：上市险企所持有的非AAA企业债占比总投资资产比例较低

2021H1 (百万元)	债权型 金融资产	其中： 债券投资	其中： 企业债券	AAA企业债 占比	AA及以上 企业债占比	非AAA企业债 占比内含价值	非AAA企业债 占比总投资资产
中国人寿	2,829,446	1,971,485	489,713	-	-	-	-
中国平安	2,725,247	1,879,844	90,901	91.0%	99.0%	0.6%	0.2%
中国太保	1,132,219	689,046	241,090	93.3%	99.7%	3.4%	0.9%
新华保险	559,711	393,100	58,898	-	-	-	-

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：企业债券项下，中国平安为公司债券数据。

表5：上市险企非标资产中不动产占比接近20%

2021H1 (百万元)	债权计划及债权型理财产品/ 非公开市场融资工具	其中： 不动产占比	不动产规模	不动产 占比内含价值	不动产 占比总投资资产
中国人寿	465,374	-	-	-	-
中国平安	456,734	19.3%	88,150	6.4%	2.3%
中国太保	389,930	18.3%	71,357	15.0%	4.1%
新华保险	134,854	-	-	-	-

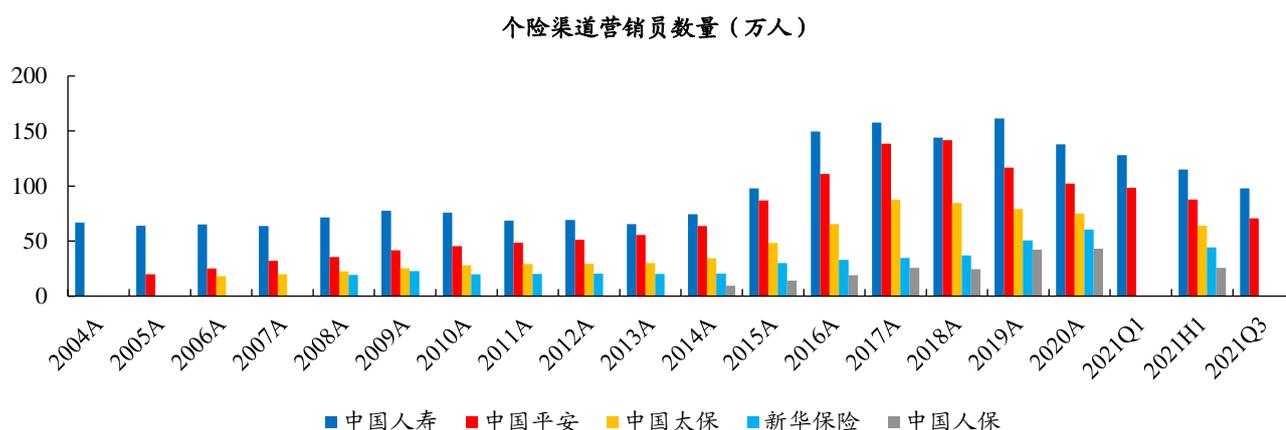
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2、展望2022：低预期下捕捉边际改善

2.1、寿险-低预期下寻找最快边际改善公司

寿险转型持续深化，人力规模仍将进一步下降。自2018年起，各家上市险企陆续推动寿险渠道转型升级，主要的推动手段有（1）清除虚挂人力，升级核心人力；（2）收紧增员标准，减少人头考核；（3）加强基础管理，提升业务质量；（4）应用科技赋能，改善业务效率。但在各险企披露的信息中，仅有较少量的效能提升指标，更加直观指标仍是代理人队伍规模，各险企代理人规模当前仍处下降区间，若转型动作持续，人力规模或将进一步下降。

图7：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

表6：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。

人力规模指标参考意义减弱，锚定产能指标倒推人力底部。考虑到各险企仍在渠道转型过程中，人力规模指标中仍包含低质量或虚假人力，而现阶段无法观察到对业务影响更大的核心高质量队伍，人力规模出现小幅修复时，我们无法判断渠道是否已经企稳，所以，我们采用锚定人均产能的方式进行人力规模底部的倒推，更早、

更快的接近测算参考值，或意味着其高质量队伍占比的提升以及渠道转型优于同业。

我们选取一直以来贯彻“最优秀代理”策略的友邦人寿作为参照，根据其披露数据，2020H1 的个险渠道月均人均产能为 17984 元，所以我们假设若上市险企转型成功，其目标人均月均产能区间为 10000-18000 元，结合 2021 年前 3 季度个险渠道新业务数据，以及各险企最新披露个险人力数据（中国人寿 98.0 万人、中国平安 70.6 万人、中国太保 64.1 万人、新华保险 44.1 万人），我们测算出上市险企人力规模或进一步下降，中国平安、中国太保当前人力规模或更接近底部，或更早出现负债端复苏。

表7：中国人寿个险渠道新业务保费规模领先

个险渠道新业务保费（百万元）	2021 前 3 季度
中国人寿	94,897
中国平安	84,738
中国太保	26,302
新华保险	15,693

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：中国人寿、中国平安个险渠道新单保费为根据 2021 年上半年及前 3 季度数据同比例测算所得。

2022 年开门红概念淡化，平稳推动或成主旋律，NBV 增长或承受一定压力。目前看，各家上市险企筹备 2022 年开门红时间及力度均较 2021 年开门红有所减弱，主要受寿险转型专业化、职业化趋势带动、2021 年业务收官尚未完成以及监管倡导业务平稳发展。中国人寿已于 2021 年 10 月发布 3 款 2022 年 1 季度新产品-“鑫裕金生”、“鑫裕年年”、“鑫裕臻享”，产品设计较 2021 年的“鑫耀东方”新增 8 年保险期间选项，且中国人寿 2022 年 1 季度业务已由各分公司自行启动；中国太保主力产品预计仍为“鑫享事诚”两全险，与 2021 年产品形态基本一致；中国平安或推出增额终身寿险拉动价值；新华保险预计通过规模型产品及终身寿险兼顾价值与规模。但考虑到产品形态较 2021 年更为激进，保障型产品需求或尚未恢复，整体新业务价值率或有所降低，且人力规模预计维持低位，拖累新业务保费，或共同促使新业务价值承受一定压力。

表8：多数上市险企 2022 年开门红启动时间较 2021 年有所延迟

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 8 日
中国太保	2019 年 12 月初	2020 年 10 月 9 日	2021 年 11 月 8 日
新华保险	2019 年 12 月初	2020 年 11 月下旬	2021 年 11 月末

资料来源：21 世纪经济报道、开源证券研究所

表9：中国人寿 2022 年 1 季度主力产品新增 8 年期保险期间

年份	2022 年	2021 年
产品名称	鑫裕金生两全	鑫耀东方年金
缴费年期	趸交/3/5 年交	趸交/3/5 年交
投保年龄	28 天-72 周岁	28 天-70 周岁
保险期间	8/10 年	10 年

年份	2022 年	2021 年
生存金	5-9 年：年缴保费 20%*缴费年期；满期给付保险金额	
一般身故	按年龄对应比例*所交保费	前 5 年：保费、现价取大；后 5 年未领取生存金
客运交通身故	所交保费	无相应责任

资料来源：保险师 APP、开源证券研究所

表10：中国太保 2022 年 1 季度主力产品与 2021 年基本保持一致

产品名称	鑫享事诚（庆典版）两全险
缴费年期	3/5 年
投保年龄	5 天-75 周岁
保险期间	7 年
生存金	年缴保费 20%*缴费年期；满期给付保险金额
身故金	18 岁前身故或全残：已交保费、现价取大
	18 周岁及以后非意外身故或全残：按照年龄分段在保费*1.X 倍（最高 1.6）、现价取大
	18 周岁以后意外身故或全残：2 倍已交保费、现价取大

资料来源：保险师 APP、开源证券研究所

转型压力下，2022 年 NBV 增速或仍承压。受到寿险转型所带来的队伍规模下降、产能增速较低以及产品结构导致的价值率下降影响，2022 年各上市险企 NBV 同比仍将承压，无法修复至疫情前水平，我们预计各上市险企 2021 年与 2022 年 NBV 同比分别为：中国平安-15.8%、+2.0%；中国太保-17.0%、+4.0%。考虑到 2021 年 1 月重疾定义切换以及开门红启动较早，2022 年 1 季度各上市险企 NBV 增长或均承压，但随着 2021 年逐季基数同比有所放缓，2022 年第 2、3 季度同比或有所改善，第 3 季度改善或优于前 2 个季度。

表11：上市险企 2022 年新业务价值同比或仍将承压

上市险企	月均人力规模同比			人均产能同比			新业务价值率			新业务价值同比		
	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
中国平安	-12.5%	-45.0%	-5.0%	-8.8%	55.0%	7.0%	33.3%	32.0%	31.0%	-34.7%	-15.8%	2.0%
中国太保	-5.2%	-55.0%	-5.0%	-22.7%	48.1%	10.0%	38.9%	32.0%	30.0%	-27.5%	-17.0%	4.0%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

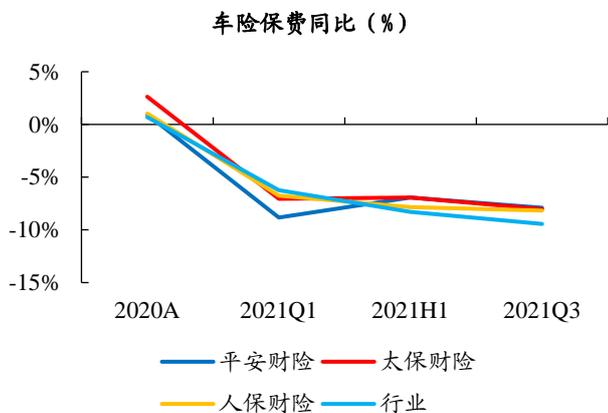
2.2、财险-车险增速有望修复，成本改善及非车增长或带动同比

车险综改对保费同比压制解除，改善成本或成经营重点。根据银保监会披露数据，车险综改以来车均保费降低 21%，是车险保费同比承压的主要原因，若假设行业及各家险企车均保费均降低 21%，测算得出 2021 年前 3 季度车险参保数量同比分别为平安财险+16.6%、太保财险+16.4%、人保财险+16.2%、行业整体+14.6%，上市险企均领先行业整体，头部定价、数据及服务优势有所显现。2021 年前 3 个季度累计乘用车销量同比分别为 2021 年 1 季度+74.8%、2021 年上半年+27.1%、2021 年前 3 季度+11.1%，主要受 2020 年同期基数逐渐升高导致 2021 年同比逐渐放缓，若 2022 年乘用车销量保持稳定增长，上市险企车险保费表现或优于行业。

综合成本率受到综改影响结构有所改善，费用率明显下降，2021 上半年分别为太保

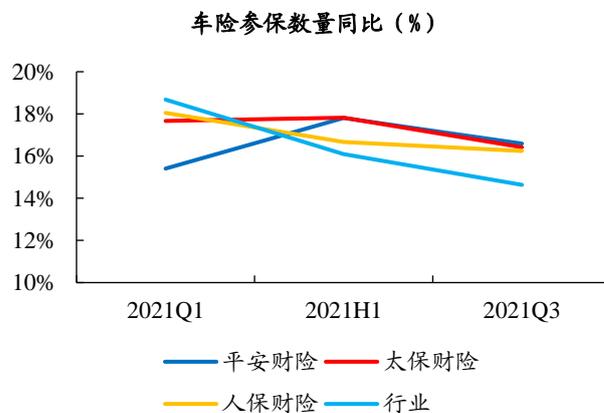
财险 29.2%、平安财险 29.0%、人保财险 25.4%，预计未来仍将进一步下行。头部险企具备定价、数据优势以及一定的规模效应，能够更好管控费用率、平衡保费增速与综合成本率，或将有所收益。

图8: 车险综改对 2021 年车险保费造成一定压力



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

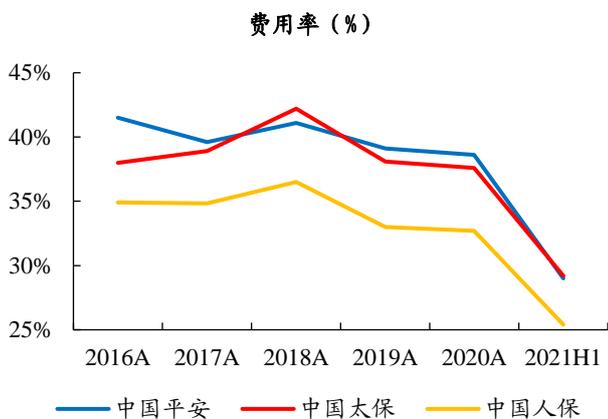
图9: 上市险企车险参保数量或优于同业



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

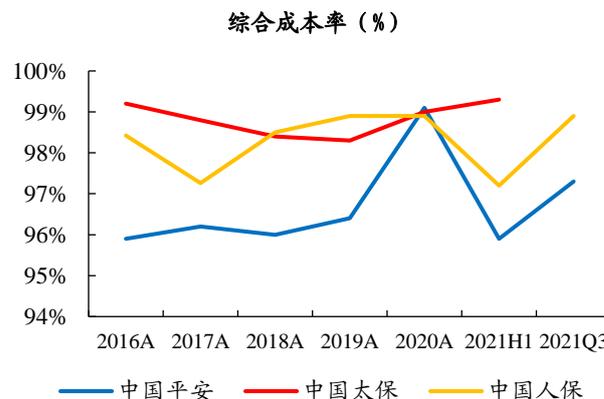
注: 参保数量同比为通过车险保费同比与车均保费降幅反算得出。

图10: 车险综改带动财险费用率明显下降



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

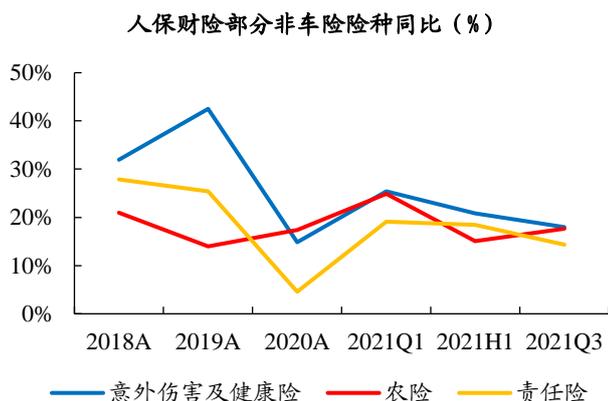
图11: 财险综合成本率保持平稳



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

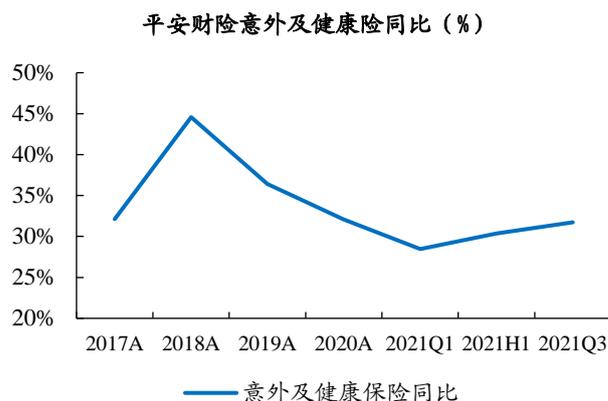
非车险或维持高增，带动财险整体增长。意外及健康险、责任险与农险 2021 年保持高增，主要受居民保险意识有所提升、百万医疗险件均较低以及监管政策推升责任险与农险需求。平安财险 2021 年前 3 季度意外及健康险同比+31.7%，人保财险 2021 年前 3 季度意外及健康险同比+18.0%、农险同比+17.6%、责任险同比+14.3%，我们预计同比增长有望持续，进一步带动财险板块整体增长。

图12: 人保财险健康险、农险及责任险同比保持增长



数据来源: 中国人保公司公告、开源证券研究所

图13: 平安财险意外及健康险同比保持增长



数据来源: 中国平安公司公告、开源证券研究所

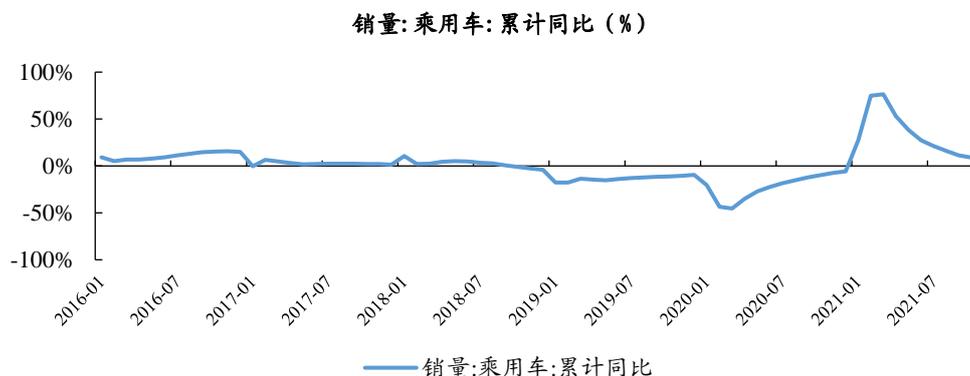
车险修复, 非车拉动, 2022 年财险板块同比增长概率较高。车险综改对于车险保费同比压制已经解除, 乘用车销量同比虽有所放缓, 但仍能带动车险重回增长趋势; 责任险、农险预计将受政策支持带动维持增长, 健康险客户需求依然旺盛, 非车险仍将是财险板块的重要支撑。我们预计上市险企 2021 年及 2022 年财险保费同比分别为: 人保财险+1.2%、+8.6%; 太保财险+4.8%、+9.0%; 平安财险-5.6%、+6.9%。

表12: 预计 2022 年财险板块同比增长概率较高

财险同比	车险			非车险			财险板块		
	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
平安财险	0.94%	-3.00%	5.00%	17.1%	-11.44%	11.34%	5.5%	-5.6%	6.9%
太保财险	2.63%	-3.00%	5.00%	30.94%	19.00%	15.00%	11.1%	4.8%	9.0%
人保财险	1.0%	-4.77%	5.00%	-1.44%	10.69%	13.65%	0.1%	1.2%	8.6%

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图14: 2021 年下半年乘用车累计销量有所放缓



数据来源: 中汽协、Wind、开源证券研究所

2.3、资产端-长端利率震荡波动, 信用风险有所缓解

长端利率震荡波动, 资产端或承受配置压力。10 年期国债收益率目前在 2.9% 附近震

荡波动，较年初下降 27bp，宏观经济受疫情反复及外部因素影响下行压力较大，或拖累长端利率，从而影响资产端新增资产及存量到期资产再配置，资产端或承受一定配置压力。

图15: 10年期国债收益率当前在2.9%附近震荡


数据来源：银保监会、Wind、开源证券研究所

信用风险逐步改善，市场担忧或有所缓解。2021年9月30日华夏幸福公告债务重组方案，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，其中长股投计提144亿元、债权类投资计提215亿元，此外，中国平安披露华夏幸福首批现金偿债占比35-40%，减值计提充足，预计将无需进一步增提。根据各上市险企业绩发布会披露，其投资资产中关联房地产行业的占比均低于5%，伴随地产产业链信用风险事件有所改善，地方政府与事件公司积极应对，市场对于投资端担心有望缓解。

表13: 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

表14: 中国平安对于华夏幸福的投资风险敞口可控

资产类别	资产科目	已计提金额(亿元)	成本(亿元)	风险敞口(亿元)	减值是否可转回
股权类	长期股权投资	144	180	36	否
	债权投资	101			是
债权类	其他债权投资	26	360	145	是
	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	88			是

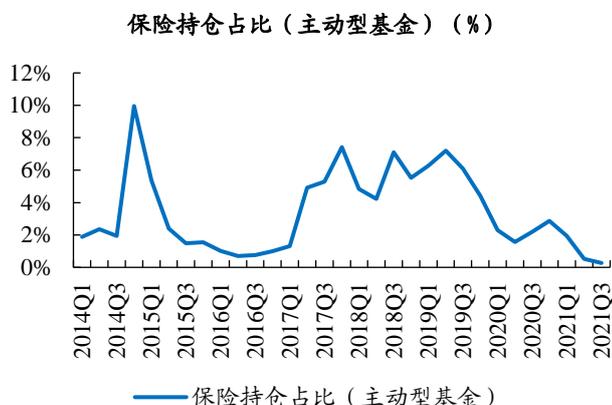
资产类别	资产科目	已计提金额(亿元)	成本(亿元)	风险敞口(亿元)	减值是否可转回
合计	-	359	540	181	-

数据来源：中国平安公司公告、中国平安业绩发布会、开源证券研究所

3、投资建议

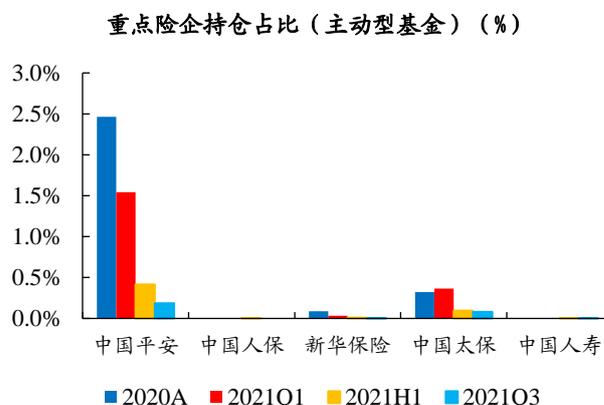
基金重仓股相对低配，交易安全垫相对较高。从前十大重仓数据看，主动基金连续两个季度减配保险板块，3季度降幅有所放缓；2021Q3 主动型基金重仓股中保险板块占比 0.27%，环比下降 0.26pct，整体相对 A 股低配 1.80%。具体标的上，中国平安遭减配较多，2021Q3 中国平安持仓占比 0.19%，环比-0.23pct；中国太保遭减配，占比 0.08%，环比-0.02pct。

图16: 主动型基金保险股持仓连续 3 个季度下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17: 中国平安、中国太保遭减配明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

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15: 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，保护保险消费者权益合法权益，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

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	文号	监管方向	监管事项
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 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问题的通知	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
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

时间	政策名称	文号	监管方向	监管事项
----	------	----	------	------

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

负债端低预期下寻找内外部边际超预期。我们对 2022 年上市险企全年 NBV 预测同比分别为中国平安+2.0%、中国太保+4.0%，增长压力主要来自于内部转型需要时间。我们认为，2022 年负债端在低预期下超预期的催化剂主要包括：（1）内部：寿险转型进展超预期；（2）外部：针对新冠疫情的口服药或加强针对疫情有明显控制作用；（3）第三支柱养老政策出台带动商业保险销售。

表16: 新冠口服药已获得一定进展

事件时间	涉及药品	药效	进展
2021 年 10 月 1 日	普克鲁胺	有望成为轻、中、重症新冠肺炎患者全疾病周期的有效治疗药物	普克鲁胺治疗住院新冠患者的 III 期全球多中心临床试验在美国的临床中心完成首例患者入组及给药，预计 2021Q4 发布中期临床数据
2021 年 10 月 25 日	氟伏沙明	可显著降低新冠患者的重症/死亡风险，新冠早期患者服药后病死风险可降低约 90%，重症住院风险可降低约 65%	英国《柳叶刀·全球健康》刊载、《自然》杂志报道
2021 年 11 月 4 日	莫那比拉韦	III 期临床试验中期分析结果：将轻中症新冠患者住院/死亡风险降低约 50%，对变异新冠病毒德尔塔、伽马和缪毒株也显示出一致的疗效	获英国药品与保健品管理局批准上市；默克公司 2021 年 10 月 27 日签署协议，将在全球 105 个中低收入国家放弃莫努匹韦的专利
2021 年 11 月 5 日	PAXLOVID	II/III 期临床试验中期分析结果：口服该药能降低 89% 的住院和死亡风险	目前尚未获批，未公布定价计划，2021 年 11 月争取美国食品药品监督管理局批准该药物，如果获批，可能在 2021 年交付市场

资料来源：新京报、北京日报、开拓药业官网、开源证券研究所

表17: 我国新冠疫苗加强针产能充足

疫苗加强针	研发公司	效果	安全性	产能
克尔来福	SINOVAC 科兴	加强免疫对有症状感染者的保护效果从 56% 上升至 82%，对需要住院病例的保护效果从 84% 上升至 88%	良好	2021 年 5 月：已完成三期克尔来福原液车间建设并全部投产，疫苗年产能超 20 亿剂
国药集团中国生物新冠灭活疫苗	国药集团中国生物	加强免疫后抗新冠中和抗体 GMT 显著提升，疫苗后免疫应答数据优于接种 2 剂数据，大幅提高疫苗保护效果	良好	在北京、上海、兰州、成都、长春、武汉六个生物所建设六个批产工厂，目前为止已生产供应疫苗接近 25 亿剂次，年产能超过 80 亿剂次，应该完全可以满足国内的第三针加强针的接种及国际市场的需要（国药集团董事长刘敬桢）

资料来源：央视新闻、中国生物微信公众号、开源证券研究所

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18: 10年期国债收益率当前在2.9%附近震荡



数据来源：银保监会、Wind、开源证券研究所

关注转型领先企业，低预期下寻找内外部边际超预期。 资产端长端利率或承受一定压力维持震荡，权益市场波动较大；负债端短期看转型仍处深水区，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1季度NBV同比复苏概率较低；长期看，负债端转型进展需关注核心绩优人力指标，通过我们反算得出其对应的人力规模，目前看中国平安、中国太保处于相对领先地位，2022年低预期下建议寻找公司内部转型进展边际超预期可能以及外部宏观及政策带动效应。推荐转型领先且综合优势突出的中国太保和中国平安。

表18: 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	2021/11/18	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2020A		2021E
601318.SH	中国平安	49.51	72.65	81.27	91.25	0.68	0.61	0.54	41.72	45.67	1.19	1.08	买入
601601.SH	中国太保	27.97	47.74	52.53	57.64	0.59	0.53	0.49	22.37	24.16	1.25	1.16	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

新冠疫情超预期恶化；寿险转型进展慢于预期；长端利率超预期下行；资产端风险超预期暴露。

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