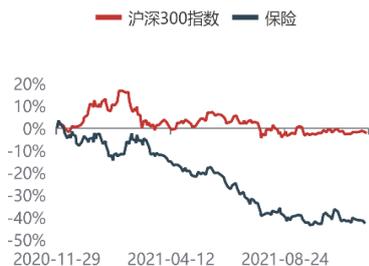


保险行业年度策略报告

不塞不流，不止不行

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业动态跟踪*保险*全面规范人身险销售，寿险转型不断磨底》2021-11-26
 《行业动态跟踪*保险*进一步规范人身险发展，头部险企强者恒强》2021-11-04
 《行业深度报告*非银与金融科技*产品+渠道+服务，财富管理发展的三大制胜》2021-09-11

证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号
 S1060520040001
 BQC673
 WANGWEIYI059@pingan.com.cn

李冰婷 投资咨询资格编号
 S1060520040002
 LIBINGTING419@pingan.com.cn

研究助理

陈相合 一般证券从业资格编号
 S1060121020034
 CHENXIANGHE935@pingan.com.cn



平安观点：

- **保险股复盘：估值底部，静待风起。**2021年新单承压、地产投资风险暴露；截至2021年11月30日，2021年保险指数（SW II）跌幅41.19%，较上证综指超额亏损43.81pct，行业平均估值仅0.57倍PEV，处于历史前1%低位。根据保险历史复盘，我们发现保险行业估值变化早期主要受资产端影响，负债端对标的选择影响更大。2017年以来，上市险企主动调整业务结构、价值转型进程加快，负债端业绩对估值的影响力提升。
- **渠道升级：个险深入转型，“新银保”蓄势待发。**1) 个险渠道转型不断深化，队伍规模仍下滑、质态待提升。主要上市险企差异化明显，其中太保、平安转型已进入深水区，国寿、新华尚按照既定节奏进行。具体来看，太保全面深化“长航行动”、推进营销队伍向职业化、专业化、数字化升级，在稳定的绩优人力基础上，产能快速提升；平安坚持以质量为导向，践行“稳定队伍-健康队伍-三高队伍”的转型路径，推广1个“三好五星”评价标准、3层队伍差异化经营、4大数字化工具。2) 银保渠道聚焦价值，向高质量发展转型。主要上市险企战略分化明显，太保、平安、国寿聚焦价值，新华2019年重启银保趸交、“以趸促期”。
- **产品升级：围绕客户服务与客户需求。**1) 重疾险方面，主要上市险企根据客户需求，以新重疾表基础更新产品，在主力产品中加入中症、特疾、增保额、多次赔付等保险责任，推出定期重疾类产品，并附加健康管理服务。2) 储蓄险方面，从客户财富管理需求出发，加大短储和长储的开发和投放；同时，加快建设养老社区，服务于高端客户。3) 2022年“开门红”节奏回归常态，人力、基数、监管等影响较大，预计新单增长承压。2022年“开门红”开启时间普遍晚于2021年，但早于2020年，销售节奏回归2019年以前常态。2021年以来，险企大力清虚、严控增员质量，21Q3末规模人力均较年初下滑30%左右，储备人力有限。而2021年“开门红”从2020年10月初即开启，筹备时间早、21Q1新单高增，基数压力较大。银保监会近期下发《万能型人身保险管理办法（征求意见稿）》和《人身保险销售管理办法（征求意见稿）》，暂不会对2022年“开门红”产生负面影响，但落地后短期内将显著增加短储销售难度。
- **投资建议：**上市险企主动转型，监管趋严规范行业发展、倒逼改革提速，寿险转型正处于磨底阶段。尽管资产端压力缓释，但负债端修复速度相对较慢；截至2021年11月30日，行业2021年估值仅0.57倍PEV，处于历史估值底部，具备配置价值，建议关注行业龙头中国太保、中国人寿。
- **风险提示：**1) 权益市场大幅波动；2) 宏观经济修复不及预期；3) 房地产公司信用风险加剧暴露；4) 寿险转型慢于预期、清虚后代理人质态提升不及预期，新单增长不及预期；5) 利率超预期下行。

正文目录

一、 保险股复盘：估值底部，静待风起	5
1.1 全年复盘：2021 年资产负债两端承压，静待修复	5
1.2 以史为鉴：估值底部、资负单边修复时将迎来反弹	7
二、 渠道升级：个险深入转型，“新银保”蓄势待发	15
2.1 个险渠道：转型不断深化，队伍规模仍下滑、质态待提升	15
2.2 银保渠道：聚焦价值，向高质量发展转型	19
三、 产品升级：围绕客户服务与客户需求	20
3.1 重疾险：以新重疾表基础更新产品，关注增值服务	20
3.2 储蓄险：从客户财富管理需求出发、短储长储并行，以养老社区为高客户服务抓手	21
3.3“开门红”：节奏回归常态，新单增长承压	22
四、 投资建议与风险提示	23
4.1 投资建议	23
4.2 风险提示	23

图表目录

图表 1	2021 年保险指数 (SW II)、上证综指涨跌幅及十年期国债到期收益率走势.....	5
图表 2	2021 年保险行业平均估值水平 (P/EV)	5
图表 3	2021 年主要上市险企和上证综指涨跌幅.....	5
图表 4	2021 年主要上市险企估值一览 (P/EV)	5
图表 5	主要上市险企 2021 年单月保费收入增速	6
图表 6	主要上市险企近年 NBV 一览 (单位: 亿元)	6
图表 7	2021 年十年期国债到期收益率及 750 日均线.....	6
图表 8	近年主要上市险企总投资收益率情况	6
图表 9	保险股历史复盘概况梳理.....	7
图表 10	2008 年保险指数 (SW II)、上证综指涨跌幅及十年期国债到期收益率走势	8
图表 11	2008 年保险行业平均估值水平 (P/EV)	8
图表 12	2009 年保险指数 (SW II)、上证综指涨跌幅及十年期国债到期收益率走势	8
图表 13	2009 年保险行业平均估值水平 (P/EV)	8
图表 14	2010-2011 年保险指数 (SW II)、上证综指涨跌幅及十年期国债到期收益率走势.....	9
图表 15	2010-2011 年保险行业平均估值水平 (P/EV)	9
图表 16	2012 年保险指数 (SW II)、上证综指涨跌幅及十年期国债到期收益率走势	10
图表 17	2012 年保险行业平均估值水平 (P/EV)	10
图表 18	2013 年-2014 年 10 月保险指数 (SW II)、上证综指涨跌幅及十年期国债到期收益率走势.....	10
图表 19	2013 年-2014 年 10 月保险行业平均估值水平 (P/EV)	10
图表 20	2014 年 11 月-2015 年保险指数 (SW II)、上证综指涨跌幅及十年期国债到期收益率走势	11
图表 21	2014 年 11 月-2015 年保险行业平均估值水平 (P/EV)	11
图表 22	2016 年保险指数 (SW II)、上证综指涨跌幅及十年期国债到期收益率走势	12
图表 23	2016 年保险行业平均估值水平 (P/EV)	12
图表 24	2017 年保险指数 (SW II)、上证综指涨跌幅及十年期国债到期收益率走势	13
图表 25	2017 年保险行业平均估值水平 (P/EV)	13
图表 26	18H1 保险指数 (SW II)、上证综指涨跌幅及十年期国债到期收益率走势.....	13
图表 27	18H1 保险行业平均估值水平 (P/EV)	13
图表 28	18H2-2019 年保险指数 (SW II)、上证综指涨跌幅及十年期国债到期收益率走势	14
图表 29	18H2-2019 年保险行业平均估值水平 (P/EV)	14
图表 30	2020 年保险指数 (SW II)、上证综指涨跌幅及十年期国债到期收益率走势	15
图表 31	2020 年保险行业平均估值水平 (P/EV)	15
图表 32	保险行业代理人数量变动情况.....	15
图表 33	主要上市险企代理人数量年度同比增速	16

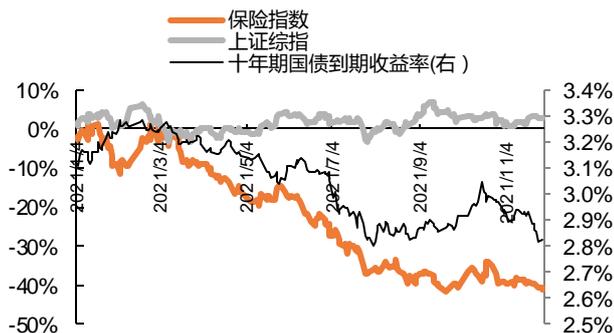
图表 34	主要上市险企代理人数量季度环比增速	16
图表 35	主要上市险企代理人质量	16
图表 36	太保长航行动详情	17
图表 37	平安坚持以质量为导向的个险渠道转型	18
图表 38	主要上市险企银保新单增速	19
图表 39	主要上市险企银保新单在总新单中占比变动	19
图表 40	主要上市险企银保期交在银保新单占比变动	19
图表 41	主要上市险企银保 NBV 在总 NBV 中占比变动	19
图表 42	平安坚持银保渠道坚持价值经营导向	20
图表 43	2021 年平安重疾险及健康管理服务的主要调整	21
图表 44	银行理财产品预期收益率下滑	21
图表 45	主要上市险企 2021 年“开门红”主力产品的万能账户结算利率	21
图表 46	主要上市险企 2021 年长期储蓄保障类产品梳理（部分）	22
图表 47	主要上市险企 2022 年“开门红”主力产品梳理	22

一、 保险股复盘：估值底部，静待风起

1.1 全年复盘：2021 年资产负债两端承压，静待修复

行业：新单承压、地产投资风险暴露，保险指数下挫明显、估值跌至历史底部。截至 2021 年 11 月 30 日，2021 年保险指数（SW II）跌幅 41.19%，较上证综指超额亏损 43.81pct，行业平均估值仅 0.57 倍 PEV，处于历史前 1% 低位。

图表1 2021 年保险指数（SW II）、上证综指涨跌幅及十年期国债到期收益率走势



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表2 2021 年保险行业平均估值水平（P/EV）

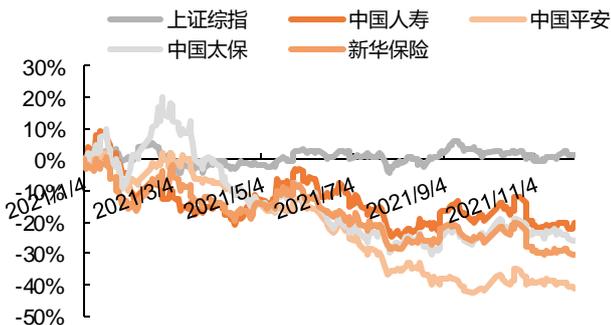


资料来源：WIND，平安证券研究所

注：保险行业平均估值 P/EV 采用中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险共计四家主要上市险企的 P/EV 算术平均，主要用于观测趋势变动。

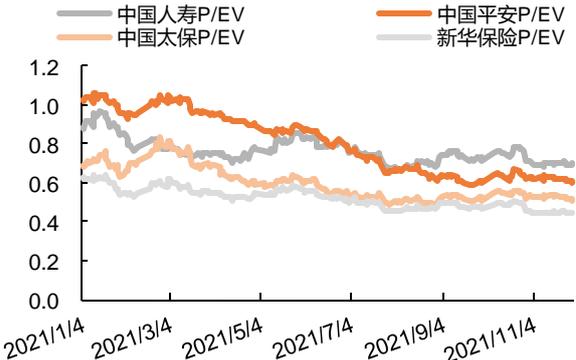
个股：截至 2021 年 11 月 30 日，主要上市险企涨跌幅排序为：平安（-42.60%）<新华（-32.28%）<太保（-26.27%）<国寿（-21.41%）；估值排序为：国寿（0.71）>平安（0.60）>太保（0.51）>新华（0.44）。

图表3 2021 年主要上市险企和上证综指涨跌幅



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表4 2021 年主要上市险企估值一览（P/EV）



资料来源：WIND，平安证券研究所

1.1.1 资产负债双轮驱动，1月-2月保险板块快速拉升、估值有所修复

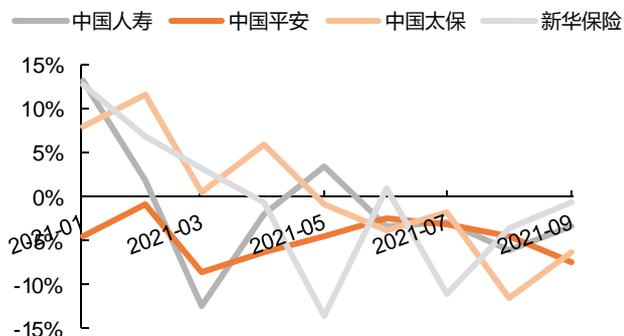
2021 年“开门红”启动较早，新旧重疾险产品切换使保障需求加速在 1 月释放，新单、NBV 双增。此外，截至 2 月底，十年期国债收益率较年初增长 13.69bp，长端利率保持回升。截至 2021 年 2 月 26 日，保险指数（SW II）较年初累计跌幅 1.49%，较上证综指超额亏损 2.53pct；行业平均估值约 0.80 倍 PEV，位于历史前 20% 低位。

1.1.2 新单走低、利率震荡下行、地产投资风险暴露加剧，3月-8月保险板块较大幅下跌、估值探底

截至8月31日，保险指数（SW II）较年初累计跌幅39.70%，较上证综指超额亏损41.74pct；行业平均估值下降至0.57倍PEV，位于历史前1%低位。

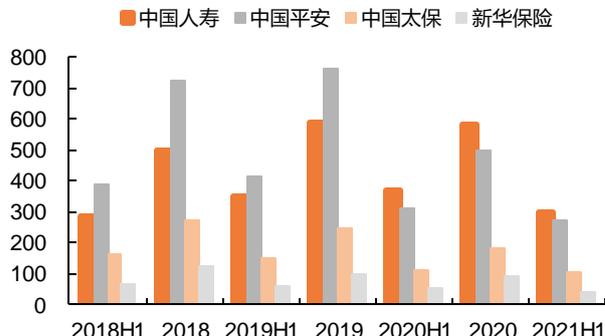
从负债端来看，3月起，在转型、基数、竞争、需求等多重影响下，新单高开低走、单月新单普遍下滑，21H1上市险企NBV均同比下滑8%以上。具体来看，主要由于：1) 当前上市险企所售重疾产品同质化程度高，但价格较高、保障杠杆相对“网红爆款重疾”偏低；经过3年的价值转型，具备一定消费能力的客群覆盖率已相对较高；2021年1月末，新老重疾产品切换，旧重疾产品集中投保，一定程度上提前透支客户需求、队伍获客存在一定挑战，保险保障需求有待进一步释放。2) 2020年4月起，随着生产生活秩序的有序恢复，叠加险企以两全保险、定期重疾和老客户加保等为抓手，新单基数相对较高。3) “惠民保”多地开花，对消费者形成一定分流。21H1，国寿、平安、太保、新华NBV分别298.67亿元（YoY -19.04%）、273.87亿元（YoY-11.74%）、102.31亿元（YoY -8.88%）、40.90亿元（YoY -21.66%）。

图表5 主要上市险企2021年单月保费收入增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

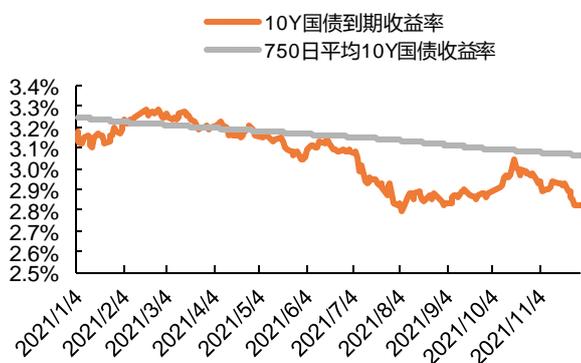
图表6 主要上市险企近年NBV一览（单位：亿元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

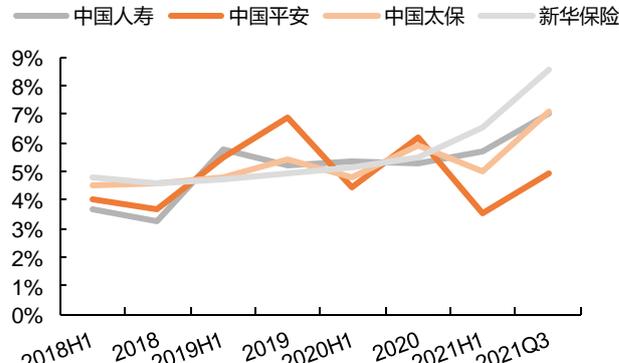
从资产端来看，长端利率震荡下行、地产投资风险暴露加剧。2021年8月5日，十年期国债收益率震荡下滑至年内低点2.80%，较年初下滑34.41bp。此外，地产政策趋严，部分房企现金流趋于紧张、潜在信用风险增加，尽管险企房地产投资敞口有限，但仍加剧市场担忧。

图表7 2021年十年期国债到期收益率及750日均线



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表8 近年主要上市险企总投资收益率情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 1.1.3 地产投资风险缓释、估值具备安全边际，9月以来板块持续震荡磨底

21Q3 保险板块全基金持股 0.40% (QoQ-0.43pct)，减持幅度较 21Q1 的 1.05pct、21Q2 的 0.51pct 明显收窄，机构减持节奏已趋于放缓、板块资金流出压力边际缓解。而华夏幸福偿债方案 10 月落地；部分城市 21Q4 起在坚持中央“房住不炒”基调的同时，多措并举缓解房企资金端压力，地产投资风险有所缓解、市场信心有所恢复。叠加估值处于历史底部、具备安全边际，保险指数盘整震荡、整体呈现磨底之势。截至 2021 年 11 月 30 日，保险指数(SW II)较年初以来累计跌幅 41.19%，较上证综指超额亏损 43.81pct；行业平均估值仅 0.57 倍 PEV，处历史前 1% 低位。

1.2 以史为鉴：估值底部、资负单边修复时将迎来反弹

根据保险历史复盘，我们发现保险行业估值变化早期主要受资产端影响，负债端对标的选择影响更大。2017 年以来，上市险企主动调整业务结构、价值转型进程加快，负债端业绩对估值的影响力提升。2020 年以来，长端利率快速下行、地产投资信用风险暴露等资产端问题对估值存在一定压制，但负债端对估值的压制更甚。

图表9 保险股历史复盘概况梳理

时间	保险指数涨跌幅	上证综指涨跌幅	保险指数超额收益	十年期国债收益率变动	新单变动	NBV 变动	行业平均估值	核心逻辑
2008	-74%	-65%	-8%	-168bp	12%	20%	1.53	长端利率下行；新单与 NBV 高增，但不及资产端 beta 负面影响；非流通股解禁影响
2009	106%	80%	26%	89bp	39%	38%	2.34	长端利率上行、流动性宽松；储蓄险拉动新单和 NBV 高增；险企债券投资范围拓宽，收益率提升
2010-2011	-45%	-33%	-12%	-21bp	-12% (2011)	6% (2011)	1.34	长端利率下行、银保渠道改革（规范销售行为，叫停银行驻点、限制网点合作 3 家），新单下滑、NBV 增速放缓
2012	26%	3%	23%	14bp	-16%	-0%	1.35	长端利率触底回升；银保转型拖累新单和 NBV 增长；监管允许险资配置估值期货、资管计划、非标等；上市险企资本补充方案缓解市场担忧
2013-2014.10	-8%	7%	-14%	18bp	-3% (2013)	7% (2013)	0.94	长端利率先升后降，上证综指盘整震荡；规范代理人考试、新单降幅收窄，但 NBV 扭正；人身险预定利率市场化改革推进，市场担忧加剧
2014.11-2015	66%	46%	19%	-93bp	22% (2015)	38% (2015)	1.22	长端利率下行，牛市带来权益弹性，投资收益率提升；取消代理人考试、个险壮大、新单扭正；
2016	-4%	-12%	8%	19bp	22%	45%	0.94	长端利率下行，受益于市场风格向白马股切换；新单高增
2017	82%	7%	75%	87bp	12%	28%	1.25	长端利率上行；竞品收益率走低，代理人助增新单与 NBV 经济增速降档、信用风险爆发、贸易摩擦，大盘走弱，长端利率拐头向下；行业回归保障本源，监管限制快返型产品销售，新单和 NBV 均下滑
2018H1	-19%	-14%	-5%	-41bp	-18%	-12%	0.81	央行降准降息，长端利率震荡下行，beta 属性释放；新单和 NBV 企稳
2018H2-2019	41%	7%	34%	-34bp	2% (2019)	5% (2019)	0.94	长端利率中枢下移，疫情影响线下展业，NBV 显著下滑
2020	2%	14%	-12%	1bp	-0.06%	-20%	0.91	

资料来源：WIND，平安证券研究所

■ 1.2.1 资产端压力骤增，2008 年保险板块形成超额亏损

长端利率快速下行，投资端受金融危机影响、资金面受非流通股解禁影响，保险板块 2008 年较上证综指实现超额亏损。保险指数 (SW II) 全年累计跌幅 73.55%，较上证综指超额亏损 8.16pct。但因主要标的仍属次新股，行业平均估值约 1.53 倍 PEV，高于历史估值中枢 (1.15 倍 PEV)。

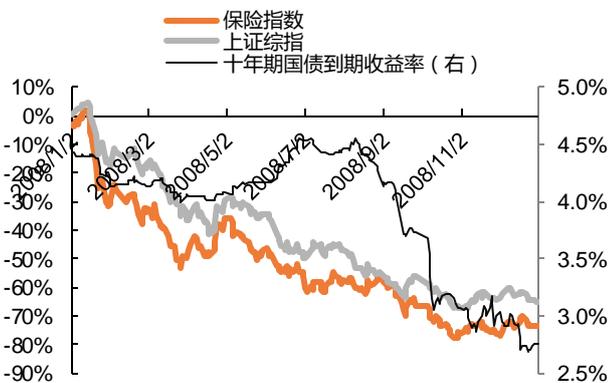
1) 资产端：2008 年下半年，次贷危机席卷全球，长端利率快速下行，十年期国债利率全年下滑 168.36bp，上证综指全年下滑 65.39%，险企投资收益率下折明显——国寿、太保、平安总投资收益率平均仅 1.55% (YoY-10.74pct)。

2) 负债端：新单与 NBV 高增，但不及资产端 beta 的负面影响——平安、太保 2008 年总新单合计 741.39 亿元 (YoY+12.09%)，

NBV 合计 121.92 亿元 (YoY+19.51%)。

3) 资金面：保险股非流通股 08Q1 迎来解禁大潮，叠加部分险企再融资计划，进一步引发市场担忧，放大板块 beta 属性。

图表10 2008年保险指数 (SW II)、上证综指涨跌幅及十年期国债到期收益率走势



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表11 2008年保险行业平均估值水平 (P/EV)



资料来源：WIND，平安证券研究所

■ 1.2.2 资产负债同步增长，2009年保险板块超额收益明显

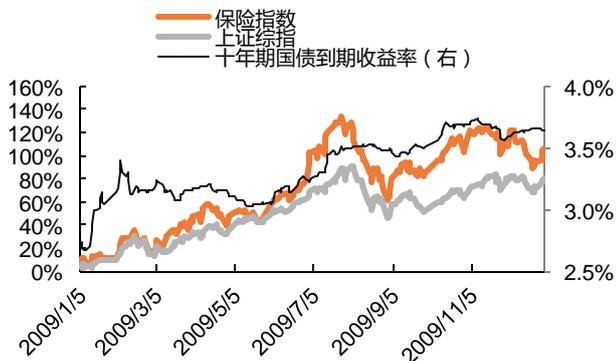
投资收益率提升、新单与 NBV 高增，保险板块 2009 年较上证综指实现超额收益。保险指数 (SW II) 全年累计涨幅 106.18%，较上证综指超额收益 26.19pct。牛市中，保险板块 beta 属性凸显，行业平均估值升至 2.34 倍 PEV，位于历史后 20% 高位。

1) 资产端：长端利率上行、但短端流动性宽松。2009 年十年期国债收益率震荡上行，较年初回升 89.01bp。2008 年四季度“四万亿”出台，进入宽货币宽信用阶段，央行 4 次降准 5 次降息，流动性转松，股市大幅上涨，上证综指全年累计涨幅 79.98%，险企投资收益率增长显著——国寿、太保、平安总投资收益率平均 6.16% (YoY-4.61pct)。

2) 负债端：新单与 NBV 增幅再度走阔。宽货币宽信用下，储蓄险拉动个险、银保新单高增，平安、太保 2009 年总新单合计 1031.30 亿元 (YoY+39.10%)，NBV 合计 168.05 亿元 (YoY+37.84%)；

3) 政策：险企债券投资范围拓宽，新增地方政府债、境内市场发行的中期票据、大型国企在香港市场发行的债券、可转债等，投资收益率提升的可能性进一步刺激市场预期。

图表12 2009年保险指数 (SW II)、上证综指涨跌幅及十年期国债到期收益率走势



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表13 2009年保险行业平均估值水平 (P/EV)



资料来源：WIND，平安证券研究所

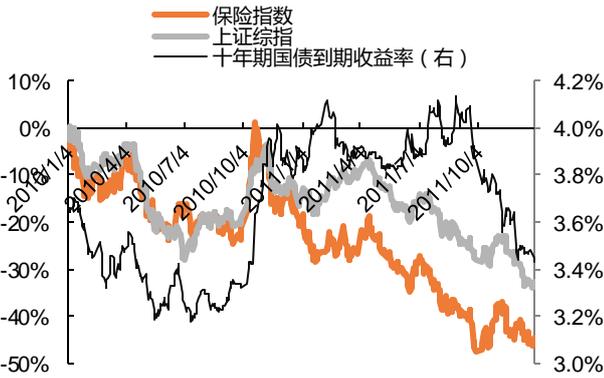
■ 1.2.3 资产端大幅波动、负债端承压，2010-2011 年保险板块连续两年超额亏损

长端利率宽幅震荡、股市震荡下行、监管倒逼银保转型，**资负两端承压，保险板块 2010-2011 年连续两年较上证综指形成超额亏损**。两年间，保险指数（SW II）累计跌幅 44.73%，较上证综指超额亏损 11.85pct；行业平均估值大幅下滑至 1.34 倍 PEV，高于历史估值中枢（1.15 倍 PEV）。

1) 资产端：**长端利率宽幅震荡、股票市场波动大**。2010-2011 年，长端利率宽幅震荡，其中 10H2 十年期国债到期收益率快速上行并突破 4.00%后，保持震荡；11Q4 开始快速下滑、2011 年末较 2010 年年初下降 21.19bp。另一方面，GDP 增速略有放缓、房地产调控政策不断落地，对股票市场的负面影响明显，2011 年年底上证综指较 2010 年年初下跌 32.89%，险企投资收益率再度下滑——国寿、太保、平安总投资收益率平均 3.74%（较 2009 年下降 1.19pct）；

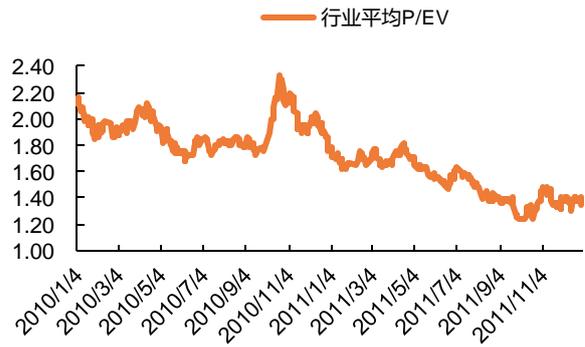
2) 负债端：**政策规范银保发展，新单较大幅下滑、NBV 增幅收窄**。2010 年 11 月，原银监会下发《关于进一步加强商业银行代理保险业务合规销售与风险管理的通知》，规范银保柜面合作，要求保险公司不能驻点商业银行、商业银行每个网点只能与不超过 3 家保险公司合作，以及不同层级的网点代销不同的产品种类。2011 年银保趸交保费骤降、新单大幅下滑——国寿、平安、太保总新单合计 2810.64 亿元（YoY-12.30%），NBV 合计 437.35 亿元（YoY+5.52%），增速显著放缓。

图表 14 2010-2011 年保险指数（SW II）、上证综指涨跌幅及十年期国债到期收益率走势



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表 15 2010-2011 年保险行业平均估值水平（P/EV）



资料来源：WIND，平安证券研究所

■ 1.2.4 负债端压力犹存，但投资范围松绑、长端利率回升，2012 年保险板块实现超额收益

长端利率触底回升、险资投资范围扩大、险企资本补充方案缓解市场担忧，**保险板块 2012 年在多重利好下较上证综指实现超额收益**。保险指数（SW II）全年累计涨幅 25.99%，较上证综指超额收益 22.82pct；行业平均估值 1.35 倍 PEV，基本保持稳定，高于历史估值中枢（1.15 倍 PEV）。

1) 资产端：**长端利率触底回升、股票市场全年震荡**。2012 年末十年期国债收益率较年初提高 14.35bp 至 3.57%，股票市场呈现震荡之势，上证综指全年累计涨幅 3.17%。

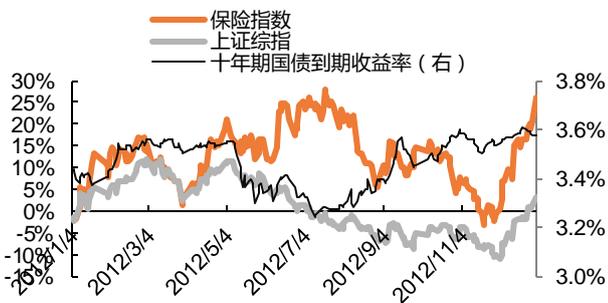
2) 负债端：**银保转型推进中，新单与 NBV 负增长**。2012 年国寿、平安、太保、新华总新单合计 2729.48 亿元（YoY-15.74%），NBV 合计 479.81 亿元（YoY-0.24%）。

3) 政策：**不断放开险资投资范围，改善险企投资收益率预期**。2012 年 7 月，原保监会发布《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》，放松险资投资股权和不动产的投资限制；2012 年 10 月，原保监会发布《关于保险资金投资有关金融产品的通知》，允许险资投资商业银行理财产品、银行业金融机构信贷资产支持证券、信托公司集合资金信托计划、证券公司专项资产管理计划、保险资产管理公司基础设施投资计划、不动产投资计划和项目资产支持计划等金融产品（含非标）。

4) 其他：**险企资本补充方案缓解市场担忧，成为保险公司实现超额收益的核心驱动因素**。2012 年国寿、太保、新华分别发

行了 280 亿元、75 亿元、100 亿元的次级定期债务，平安获批发行 260 亿元 A 股次级可转债，有效缓解偿付能力压力，截至 2012 年底，国寿、平安、太保、新华寿险偿付能力充足率分别为 235.58% (YoY+65.46pct)、190.60% (YoY+34.50pct)、211.00% (YoY+24.00pct)、192.56% (YoY+36.61pct)。

图表 16 2012 年保险指数 (SW II)、上证综指涨跌幅及十年期国债到期收益率走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表 17 2012 年保险行业平均估值水平 (P/EV)

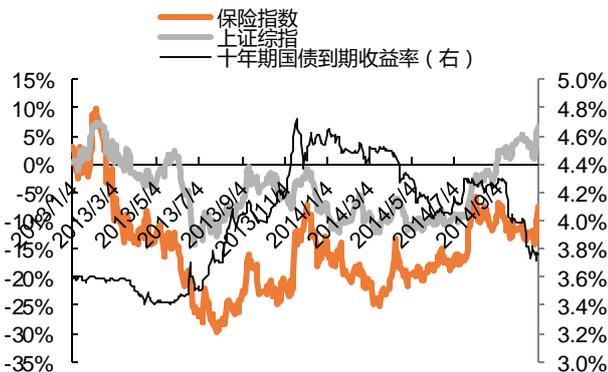


资料来源: WIND, 平安证券研究所

■ 1.2.5 负债端压力缓释，但股票市场波动加剧，2013 年-2014 年 10 月保险板块形成超额亏损

人身险预定利率市场化改革预期升温，长端利率先升后降、股票市场波动剧烈，保险板块 2013 年-2014 年 10 月较上证综指形成超额亏损。保险指数 (SW II) 阶段内累计跌 7.52%，较上证综指超额亏损 14.18pct；行业平均估值震荡下滑至 0.94 倍 PEV，低于历史估值中枢 (1.15 倍 PEV)。具体来看：2013 年上半年，人身险预定利率市场化改革预期不断升温，彼时长端利率震荡、新单仍下滑，政策不确定性加剧市场担忧，保险股超跌显著。2013 年 8 月，普通型人身险预定利率调整落地、叠加长端利率快速上升，助力保险股反弹，但由于前期跌幅较大，板块仍超额亏损。进入 2014 年以后，新单扭正，宽货币预期升温但降息未落地、长端利率下行概率加大，保险股 beta 属性尚未体现，此时仍超额亏损。

图表 18 2013 年-2014 年 10 月保险指数 (SW II)、上证综指涨跌幅及十年期国债到期收益率走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表 19 2013 年-2014 年 10 月保险行业平均估值水平 (P/EV)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

1) 资产端：长端利率先升后降，“钱荒”之下，上证综指盘整震荡。一方面，2013 年美国逐步退出 QE，美债收益率快速暴涨，我国十年期国债到期收益率 13H2 同步上升至 4.55%。但 2014 年后，总体经济表现疲软、进出口数据不大预期，央

行通过 SLF、SLO 等新型货币政策工具向市场提供短期流动性的同时开始定向降准，市场对货币政策逐步宽松的预期升温，国债收益率大幅下行，至 2014 年 10 月仅 3.76%。另一方面，2012-2013 年的表外信贷、期限错配、同业杠杆增大等金融乱象之下，监管从投资和交易方面双管齐下，2013 年 6 月市场流动性吃紧、银行间隔夜回购利率飙升，受此影响，上证综指急转直下，此后维持震荡之势——上证综指阶段内累计涨幅 6.66%。

2) 负债端：规范代理人考试、银保转型持续推进，新单降幅收窄、但 NBV 扭正。2013 年监管规范代理人考试，要求参考人员具备大专以上学历，代理人增速放缓，叠加银保转型持续推进，2013 年国寿、平安、太保、新华总新单合计 2645.68 亿元 (YoY-3.07%)，NBV 合计 511.98 亿元 (YoY+6.70%)。

3) 政策：人身险预定利率市场化改革推进，市场担忧加剧。2013 年 8 月，原保监会发布《关于普通型人身保险费率政策改革有关事项的通知》，将普通型人身险预定利率从 2.5% 放松至 3.5%，政策靴子落地、并对保险产品设计和销售形成利好。

■ 1.2.6 负债端修复、beta 属性凸显，2014 年 11 月-2015 年保险板块超额收益显著

流动性宽松、股市快速上涨，新单修复，保险板块 2014 年 11 月-2015 年较上证综指实现大幅超额收益。保险指数 (SW II) 阶段内累计涨幅 65.65%，较上证综指超额收益 19.42pct；行业平均估值大幅回升至 1.22 倍 PEV (2014 年末、2015 年中更是触及阶段高点 1.70 倍)，再度高于历史估值中枢 (1.15 倍 PEV)。

1) 资产端：货币政策进一步宽松，连续降准降息，主要指数全面上涨，保险股 beta 属性明显。2014 年 11 月，央行宣布降息，货币政策从定向降准转向全面宽松，2015 年连续 5 次降准、5 次降息，流动性冲击、交投热情高涨、股票市场保持景气度，上证综指阶段内累计涨幅 46.24%。牛市行情贡献弹性，险企投资收益率大幅提升——国寿、平安、太保、新华总投资收益率平均 7.21% (YoY+1.62pct)，保险股 beta 属性助超额收益。

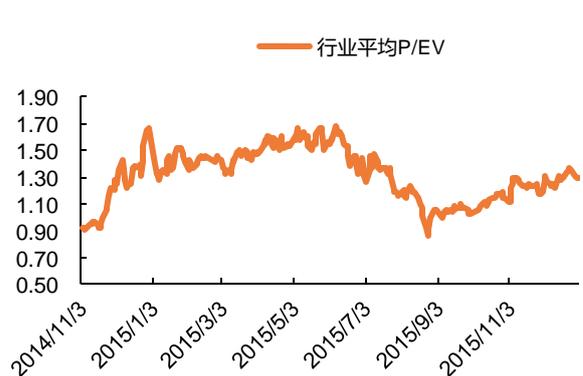
2) 负债端：取消代理人考试要求、万能险和分红险预定利率上调至 3.5%，代理人提量助新单和 NBV 高增。2015 年国寿、平安、太保、新华总新单合计 3597.74 亿元 (YoY+22.19%)，NBV 合计 810.09 亿元 (YoY+37.64%)。尽管基本面快速修复，但 beta 属性影响下并未看到基本面带来的估值溢价。

图表20 2014年11月-2015年保险指数(SW II)、上证综指涨跌幅及十年期国债到期收益率走势



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表21 2014年11月-2015年保险行业平均估值水平(P/EV)



资料来源：WIND，平安证券研究所

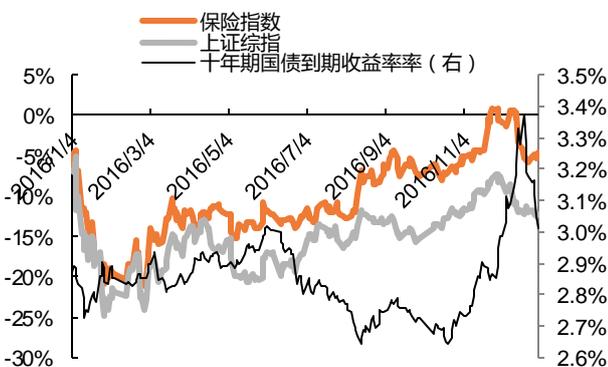
■ 1.2.7 市场风格切换、负债端亮眼，2016 年保险板块实现超额收益

大盘盘整震荡、投资端表现疲软，但新单高增、市场风格向白马股切换，保险板块 2016 年较上证综指实现超额收益。保险指数 (SW II) 全年累计跌幅 4.47%，较上证综指超额收益 7.83pct；行业平均估值回调至 0.94 倍 PEV，低于历史估值中枢 (1.15 倍 PEV)

1) 资产端：长端利率下行、市场投资风格切换。2016 年经济下行压力较大、地产调整政策密集出台、大宗商品价格推升通胀预期，十年期国债收益率在 10 月之前震荡下行，无益于保险股。但 2016 年作为供给侧改革的攻坚年，煤炭钢铁等传统行业利润已有所好转，市场投资风格也转向白马股。

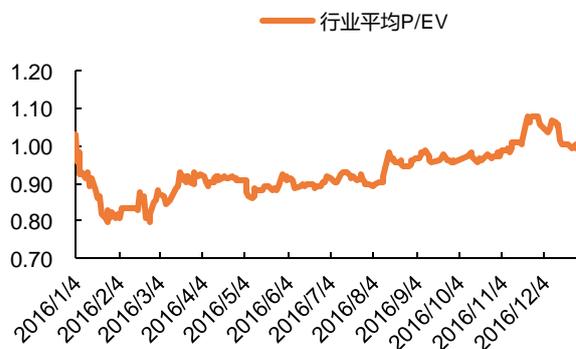
2) 负债端：监管引导行业回归保障本源，新单和 NBV 持续高增。2016 年，银保监会发布《关于规范中短存续期人身保险产品有关事项的通知》，指明保险行业回归保障本源的监管方向，利好头部险企。国寿、平安、太保、新华总新单合计 4384.61 亿元 (YoY+21.87%)，NBV 合计 1172.21 亿元 (YoY+44.70%)，与市场风格共同促保险股较上证综指实现超额收益。

图表 22 2016 年保险指数 (SW II)、上证综指涨跌幅及十年期国债到期收益率走势



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表 23 2016 年保险行业平均估值水平 (P/EV)



资料来源：WIND，平安证券研究所

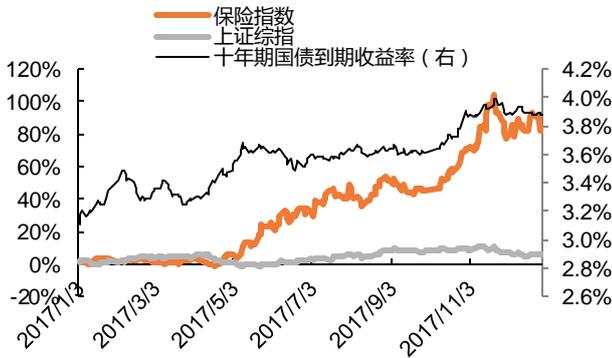
■ 1.2.8 资产负债双驱，2017 年保险板块实现大幅超额收益

长端利率回升、新单与 NBV 高增，保险板块 2017 年较上证综指实现大幅超额收益。保险指数 (SW II) 全年累计涨幅 81.78%，较上证综指超额收益 75.22pct；行业平均估值回升至 1.25 倍 PEV，高于历史估值中枢 (1.15 倍 PEV)。

1) 资产端：长端利率全年保持上行。流动性宽松背景下，金融业乱象多发。2016 年末以来，“一行三会”发布一系列关于去杠杆、去通道、去刚兑政策，限制表外理财、同业存单、券商资管计划、保险资金监管、委外投资、理财产品对接资管计划，抑制同业套利链条，消除多层嵌套的政策文件。强监管下，业务回归规范发展；叠加紧信用、紧货币的影响，催生“资产荒”，长端利率快速回升。

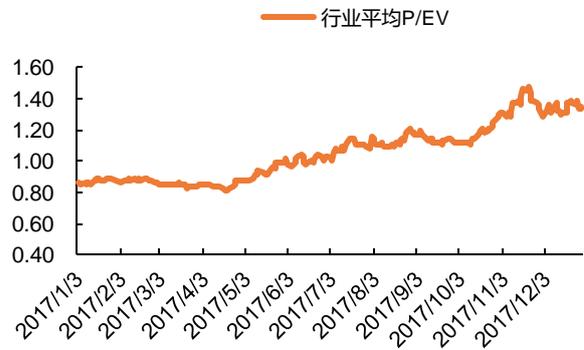
2) 负债端：主要竞品收益率走低、代理人增长助增新单与 NBV 维持高增。16Q4 一年期银行理财产品收益率下滑，2017 年保险代理人快速增长，国寿、平安、太保、新华总新单合计 4914.82 亿元 (YoY+12.09%)；同时，随着保障类业务的深入转型、业务结构明显优化，NBV 合计 1497.06 亿元 (YoY+27.71%)，增速快于新单。

图表24 2017年保险指数(SW II)、上证综指涨跌幅及十年期国债到期收益率走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表25 2017年保险行业平均估值水平(P/EV)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

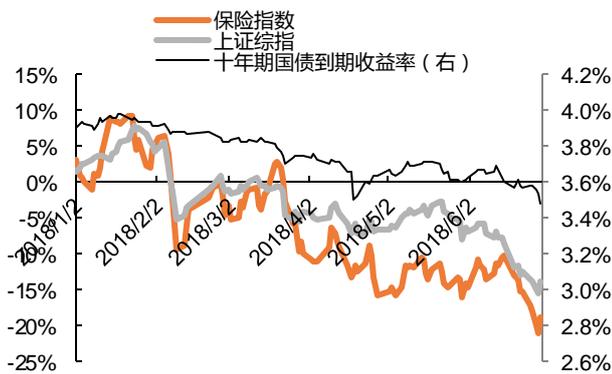
■ 1.2.9 资产负债双杀, 18H1 保险板块超额亏损明显

保险指数(SW II) 18H1 累计跌幅 18.81%, 较上证综指超额亏损 4.91pct; 行业平均估值大幅下挫至 0.81 倍 PEV, 低于历史估值中枢(1.15 倍 PEV)。

1) 资产端: 长端利率拐头向下, 上证综指下挫。经济增速降档、中美贸易摩擦加剧、信用风险频发, 18H1 长端利率快速下滑 40.51bp 至 3.47%; 同时, 上证综指半年跌幅 13.90%, 险企投资端承压明显。

2) 负债端: 行业回归保障本源, 监管限制快返型产品销售。2017 年 5 月, 原保监会《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》, 要求两全或年金产品生存金返还需于保单生效 5 年之后且比例不超过已交保费的 20%, “开门红”短储产品设计受限; 叠加竞品收益率回升、17Q1 新单基数较高, 18Q1 新单明显下滑。18H1, 国寿、平安、太保、新华总新单合计 2803.88 亿元 (YoY-17.93%); NBV 合计 896.63 亿元 (YoY-12.33%)。

图表26 18H1 保险指数(SW II)、上证综指涨跌幅及十年期国债到期收益率走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表27 18H1 保险行业平均估值水平(P/EV)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

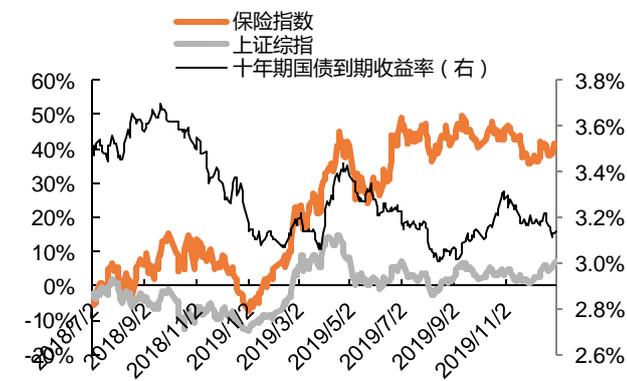
■ 1.2.10 资产负债同步企稳，18H2-2019 年保险板块实现大幅超额收益

股票市场反弹、但整体景气度偏弱，新单企稳，保险板块 18H2-2019 年较上证综指实现大幅超额收益。保险指数 (SW II) 阶段内累计涨幅 40.74%，较上证综指超额收益 33.62pct；行业平均估值小幅修复至 0.94 倍 PEV，仍低于历史估值中枢(1.15 倍 PEV)。

1) 资产端：长端利率震荡下行，降准降息刺激 beta 属性释放。19Q1 央行数次降准降息，长端利率震荡下行，阶段内下滑 37.93bp，无益于保险股。但中美贸易摩擦与磋商并存、流动性促股票市场反弹，保险股业绩增长稳定、beta 属性凸显，形成超额收益。

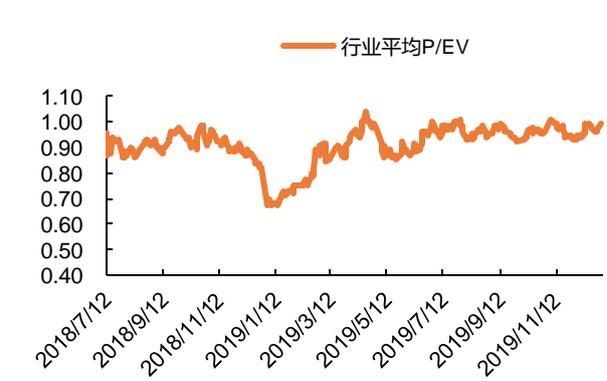
2) 负债端：新单与 NBV 保持稳中有增。2019 年国寿、平安、太保、新华总新单合计 4374.26 亿元 (YoY+1.78%)，NBV 合计 1690.19 亿元 (YoY+4.89%)。

图表 28 18H2-2019 年保险指数 (SW II)、上证综指涨跌幅及十年期国债到期收益率走势



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表 29 18H2-2019 年保险行业平均估值水平 (P/EV)



资料来源：WIND，平安证券研究所

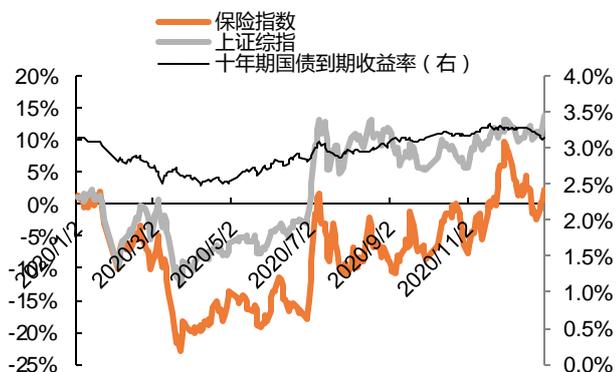
■ 1.2.11 资负双杀，2020 年保险板块再现超额亏损

长端利率中枢下移、新单增长承压，保险板块 2020 年较上证综指实现超额亏损。保险指数 (SW II) 全年累计涨幅 2.20%，较上证综指超额亏损 11.66pct；行业平均估值下滑至 0.91 倍 PEV，低于历史估值中枢 (1.15 倍 PEV)。

1) 资产端：长端利率 5 月触底反弹，但总体中枢下移。2020 年初，新冠疫情蔓延、经济增长承压，央行进一步加大货币政策逆周期调节力度，降准降息进程加快、长端利率走低，4 月触及低点 2.48%；后而随着生产生活有序恢复、经济增长修复预期抬升而反弹。

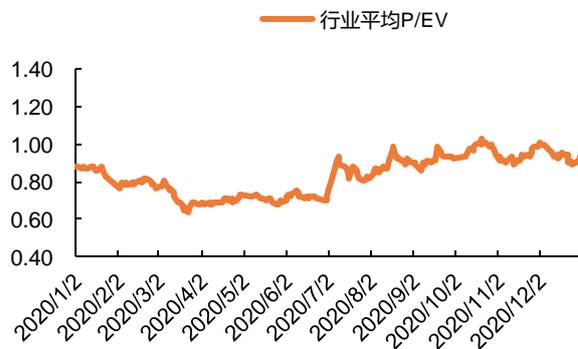
2) 负债端：疫情影响线下展业，春节后主力保障险销售受阻，全年 NBV 显著下滑。2020 年国寿、平安、太保、新华总新单合计 4371.79 亿元 (YoY-0.06%)，主要系储蓄险拉动、保障险新单下滑，业务结构回调明显，导致 NBV 合计 1349.71 亿元 (YoY-20.14%)。

图表30 2020年保险指数(SW II)、上证综指涨跌幅及十年期国债到期收益率走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表31 2020年保险行业平均估值水平(P/EV)



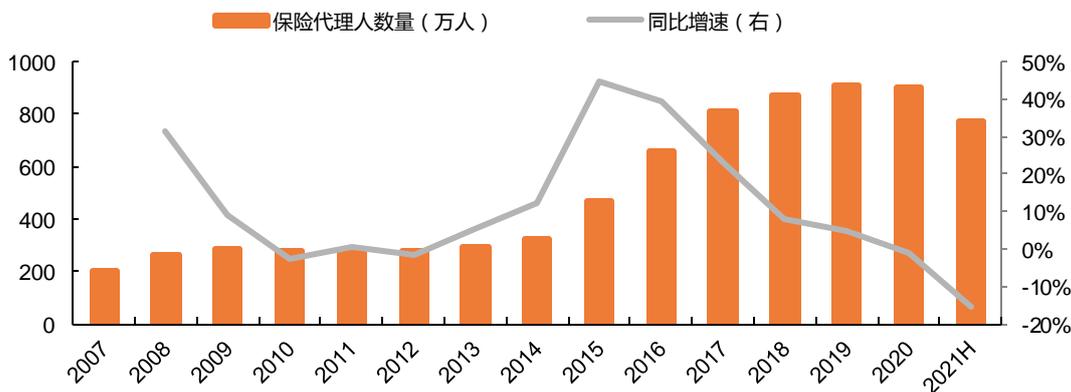
资料来源: WIND, 平安证券研究所

二、渠道升级：个险深入转型，“新银保”蓄势待发

2.1 个险渠道：转型不断深化，队伍规模仍下滑、质态待提升

行业向精细化发展转型，队伍规模缩减明显。2015年8月，原保监会取消代理人资格考试，代理人门槛降低、数量暴增，2019年高点达912万人。粗放式发展过后，代理人规模大幅缩减，2020年约900万人(YoY-1.3%)、21H1降至771万人(YoY-15.3%)，其中21H1人身险公司代理人601万人、财产险公司代理人170万人。

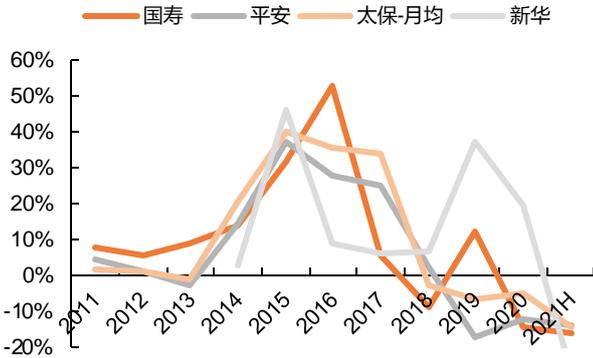
图表32 保险行业代理人数量变动情况



资料来源: 中国保险年鉴, 银保监会, 平安证券研究所

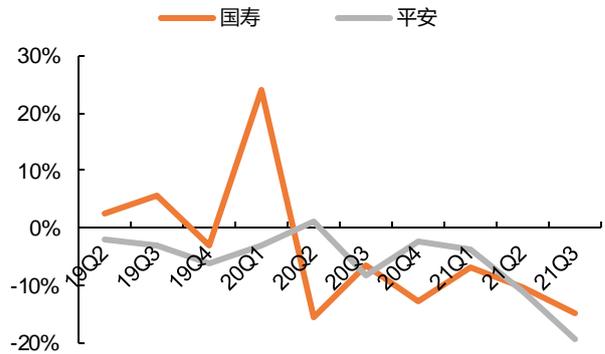
上市险企转型更早、不断深化，但仍处于转型过程中，代理人数量较大幅下滑，但代理人质态尚未明显改善。19Q3起，国寿、太保、平安陆续主动开启寿险渠道转型；20Q2起，大力推动“清虚”、收紧增员、强化日常管理，同时调整考核模式、减少对队伍绝对数量的考核指标。21H1，国寿、太保、新华、平安代理人数量分别较上年末减少17%、14%、27%、14%，除新华外，规模人力的数量已降至2015年前后的水平。其中，国寿、平安21Q3末代理人分别仅98万人、71万人，自20Q2以来连续6个季度下滑，分别较上年末减少29%、31%。截至21H1，太保代理人举绩率50.1%(YoY-12.4pct)、平安代理人活动率43.9%(YoY-9.1pct)、新华代理人合格率19.1%(YoY-12.4pct)。

图表33 主要上市险企代理人数量年度同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

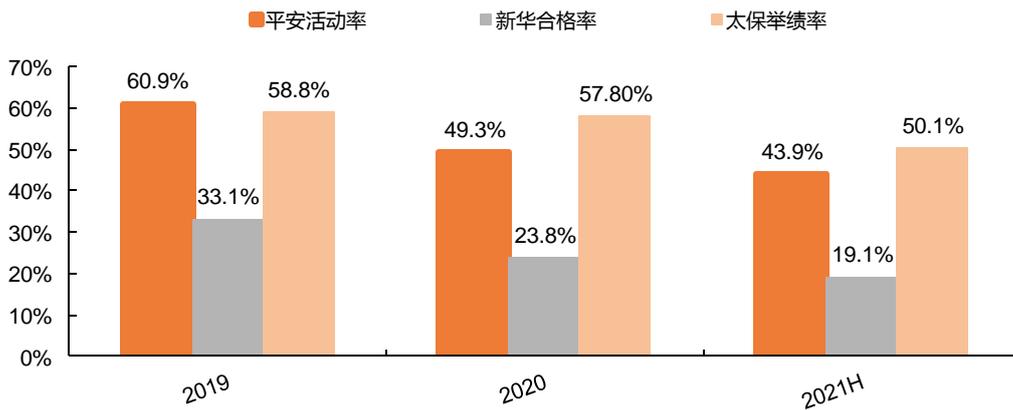
图表34 主要上市险企代理人数量季度环比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：图表33中，2021H数据为较上年末增速。

图表35 主要上市险企代理人质量



资料来源：公司公告，平安证券研究所

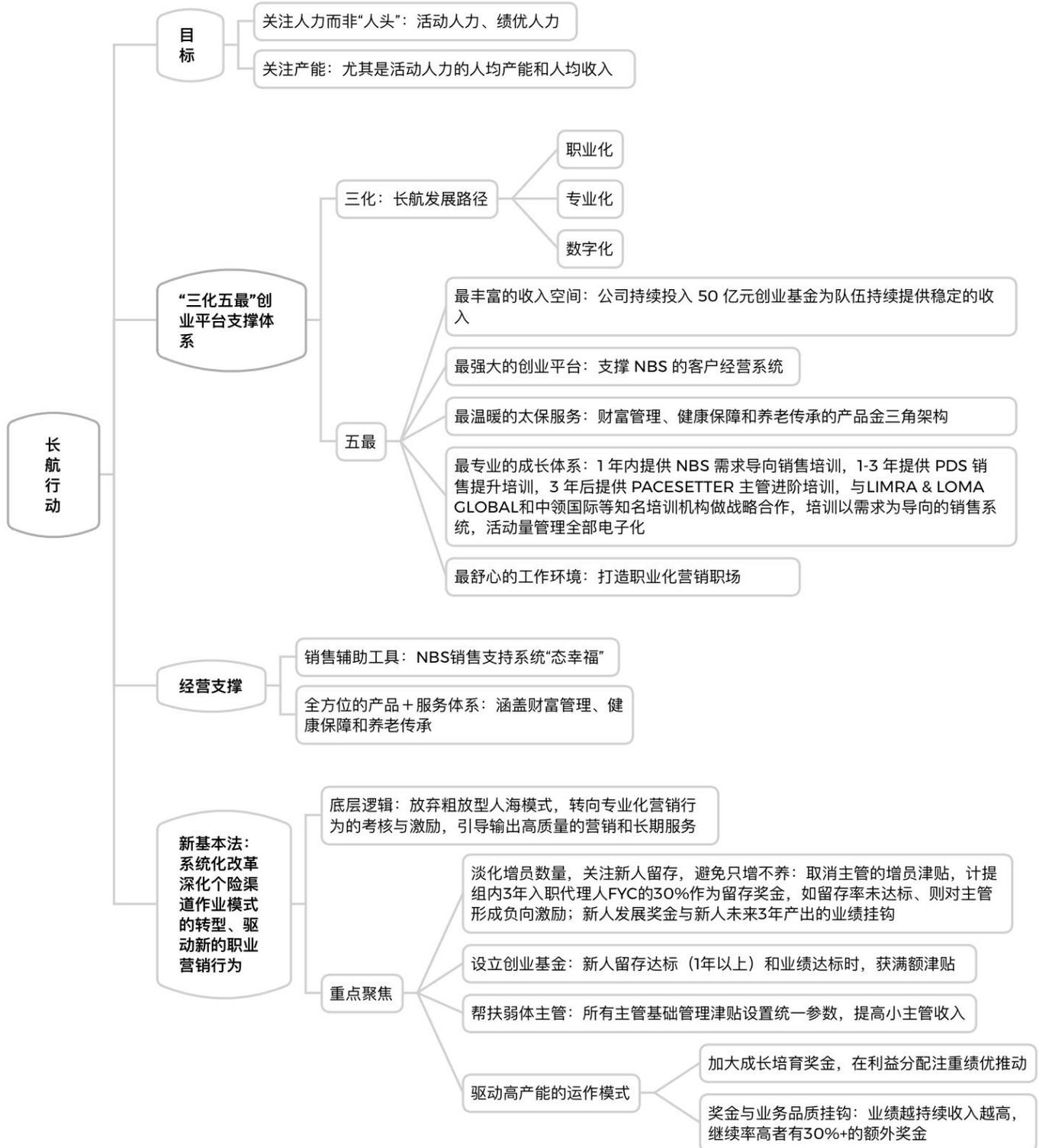
主要上市险企个险渠道转型差异化明显，其中太保、平安转型已进入深水区，国寿、新华尚按照既定节奏进行。具体来看，

1) 新华：2019年确立“业务增长、队伍先行”策略后，坚持“三化”、“四个营销”，探索传统营销模式转型。21H1加大人力清虚，实现“真人、真保费、真价值”；同时强化优质增员，以“年轻化、专业化、城市化”为要求把好新人质量关。此外，加强对队伍绩优的培训，强化渠道专业化建设，坚持制度营销、氛围营销、活动营销和责任营销。

2) 国寿：队伍分层经营，加大清虚力度、规范业务发展，持续推进“鼎新工程”。公司研发推广个险队伍常态运作4.0体系，更注重质态和队伍结构，持续推动销售队伍向专业化、职业化、数字化深度转型，代理人队伍规模大幅增长的情况预计将不会再现。此外，公司2022年起加大对自保件的规范力度，对自保件实施双录、要求自保件不得参加基本法外的奖励；同时自保件继续率不高的地区停止自保件新业务、限制新人津贴。

3) 太保：全面深化“长航行动”、推进营销队伍向职业化、专业化、数字化升级，在稳定的绩优人力基础上，产能快速提升。公司21Q3起全面取消自保件和互保件的考核及利益；11月开始招募长航合伙人，通过打造“三化五最”创业平台支撑体系、涵盖NBS的经营支撑体系、销售队伍的专业成长体系和“新基本法”，为新创业者提供管理+销售双路径队伍生涯（也即组织发展和个人发展的双重选择），深化营销队伍向高素质、高质量、高产能方向转型。

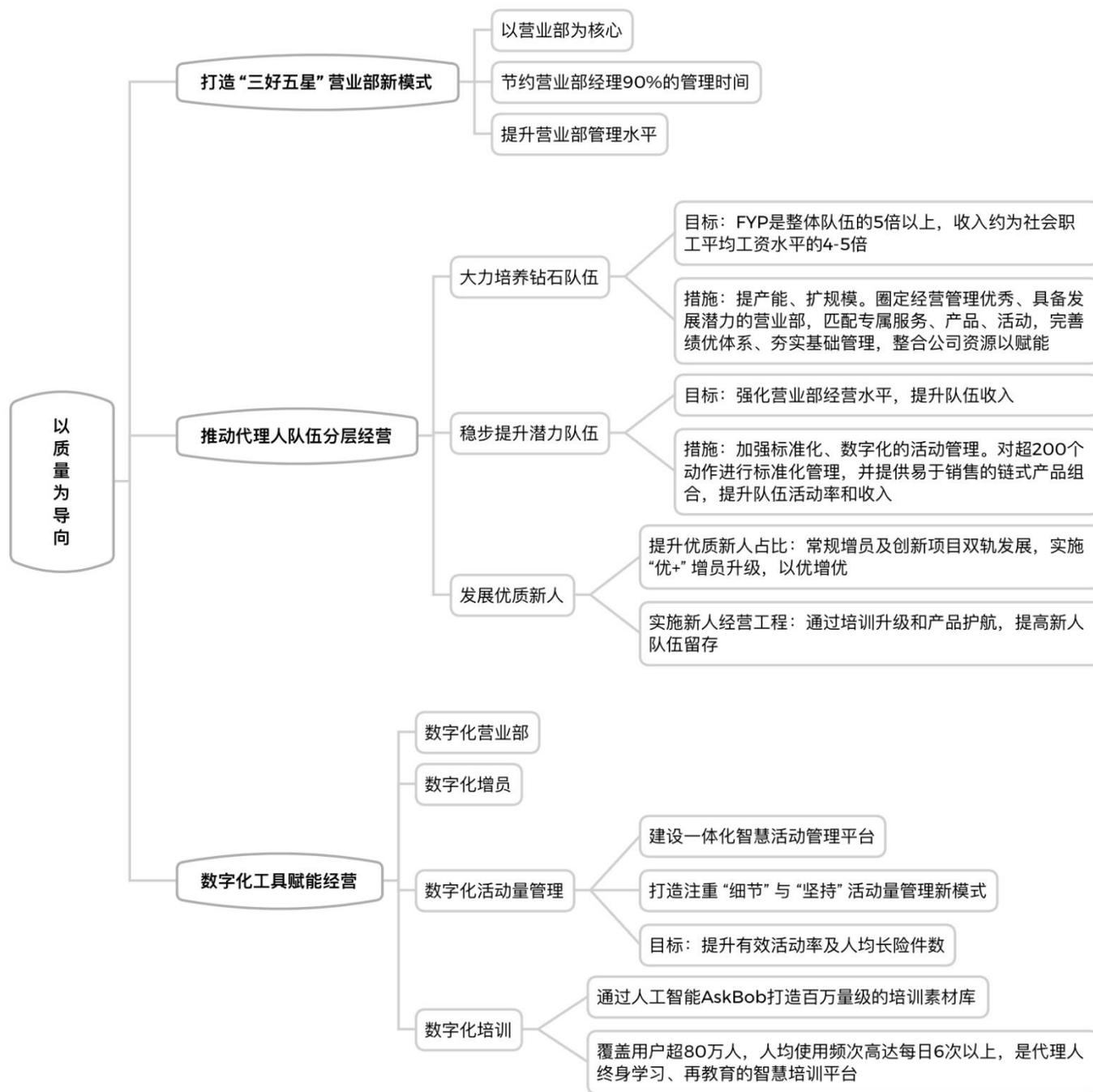
图表36 太保长航行动详情



资料来源：公司官网，新浪财经，平安证券研究所

4) 平安：坚持以质量为导向，践行“稳定队伍-健康队伍-三高队伍”的转型路径。根据年报，公司对代理人进行分层精细化经营，推广1个“三好五星”评价标准、3层队伍差异化经营、4大数字化工具，建立稳定、健康、优质的代理人队伍，逐步提升三高代理人的占比。

图表37 平安坚持以质量为导向的个险渠道转型

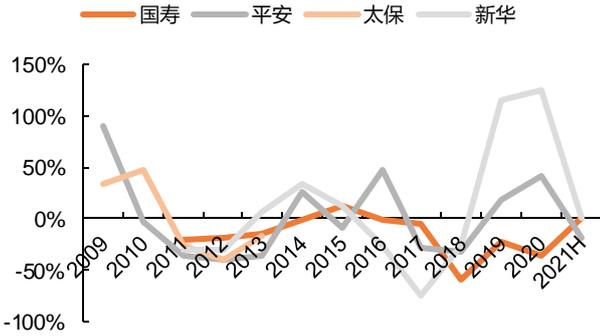


资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 银保渠道：聚焦价值，向高质量发展转型

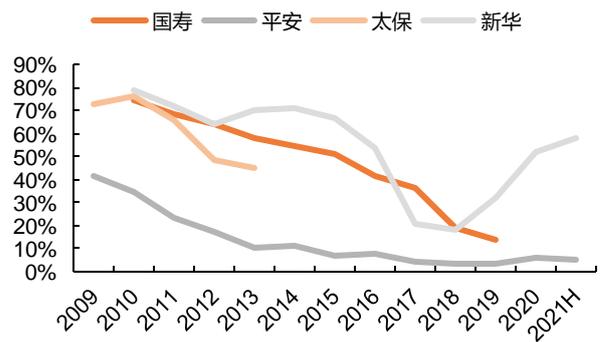
原有银保模式以趸交产品为主，新单高、但价值率低、新业务价值贡献有限，头部险企 2010 年起逐步淡化银保。原有银保模式中，期交新单占比低、导致银保 NBV 贡献低。2010 年-2016 年，原银监会、保监会多次发文从销售行为、险种和保费收入等方面规范银保销售。银保新单增速及其在总新单中占比开始断崖式下滑，直至 2019 年开始拐头向上。截止 21H1，平安、新华的银保新单在总新单中占比分别 5.6%、58.3%。

图表 38 主要上市险企银保新单增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

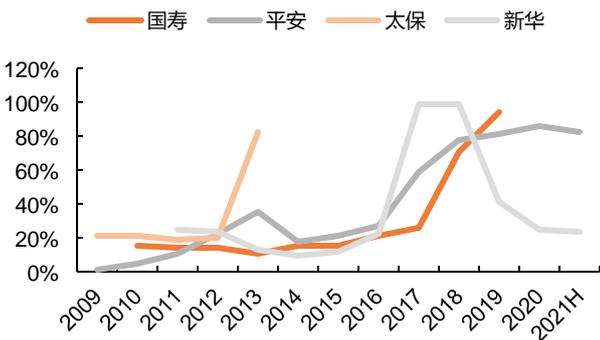
图表 39 主要上市险企银保新单在总新单中占比变动



资料来源：公司公告，平安证券研究所

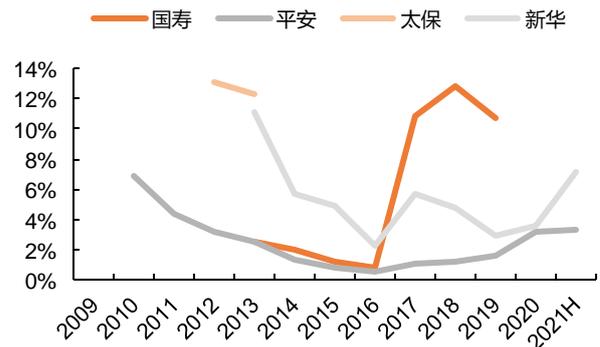
近年银保聚焦期交、聚焦价值，但并无特定产品。近年来，政策引导、险企转型，银保期交新单占比大幅提升，助银保 NBV 占比回升。目前，除新华重启银保趸交外，其他险企仍以短储和保障型产品作为银保主要投放产品，银保发展方式转型明显。截止 21H1，平安、新华的银保期交新单在银保新单中占比分别 82.7%、24.0%；银保 NBV 在总 NBV 中占比分别 3.4%、7.1%。

图表 40 主要上市险企银保期交在银保新单占比变动



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 41 主要上市险企银保 NBV 在总 NBV 中占比变动



资料来源：公司公告，平安证券研究所

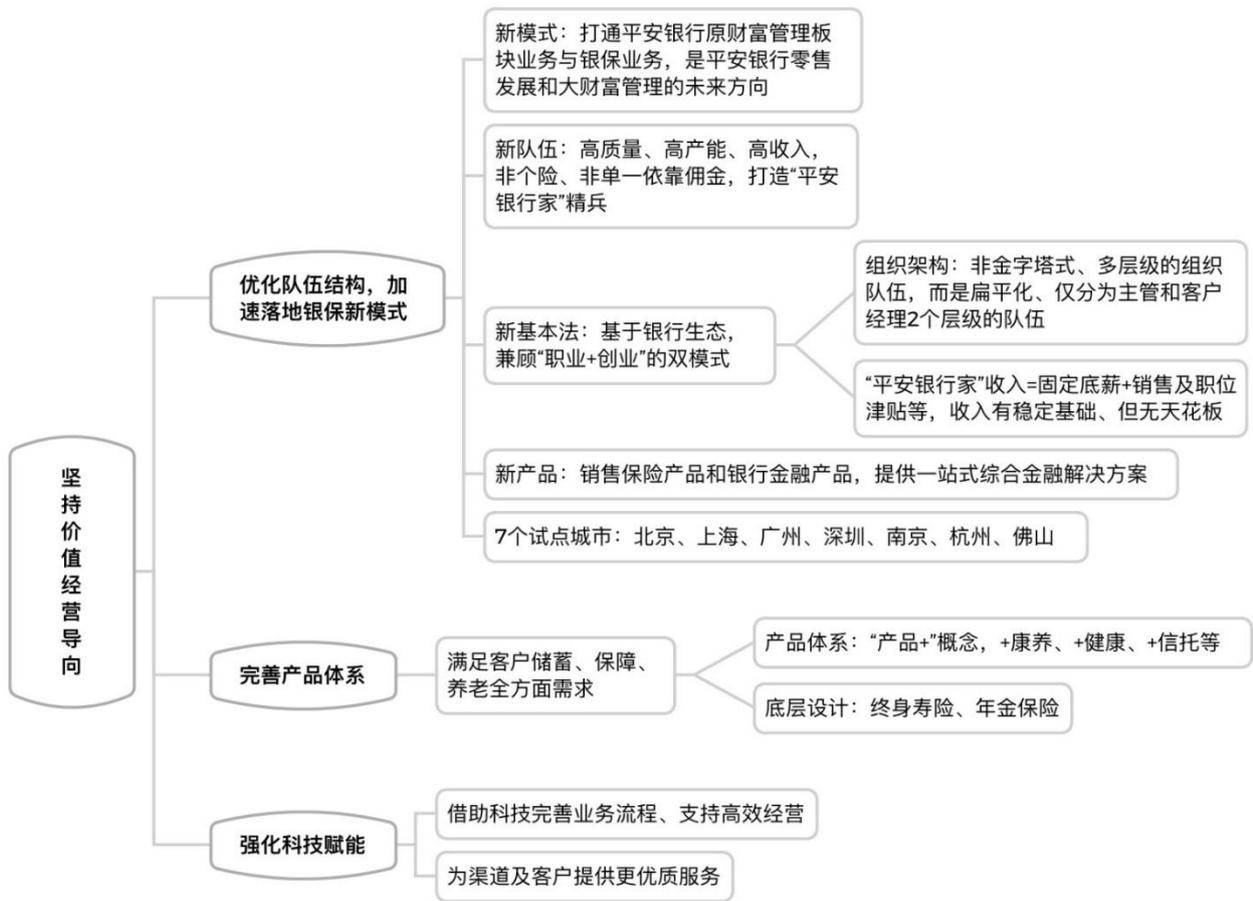
主要上市险企银保渠道战略分化明显，太保、平安、国寿聚焦价值，新华 2019 年重启银保趸交、“以趸促期”。具体来看：

- 1) 太保：20Q3 重启银保渠道，聚焦价值，寻找长期战略合作伙伴。
- 2) 国寿：淡化渠道概念、聚焦价值、注重业务。公司 20H1 起将业务结构重新划分为个人业务和团体业务，将部分优秀的银保理财规划师调整至收展发展处，与个险高素质收展队伍合并。

3) 新华：坚持“三个经营”和“以趸促期”的战略选择。公司银保规模和价值并重，坚持渠道经营、队伍经营、客户经营，力图提高管理水平、控制成本。客源方面，通过银保趸交产品的合作，扩大客户来源、提高客户质量，推动期缴和趸缴联动销售、以趸交带动期交，实现中高端客户二次开发。渠道方面，公司强化重点渠道合作、加强网点维护，在总对总层面，公司与六大行、大型股份制银行都有合作框架，以建行、农行和兴业银行为主；同时，赋予分公司和三级机构银行自主选择权，最大程度发挥地域优势。

4) 平安：聚焦价值经营，优化队伍结构、完善产品体系、强化科技赋能，加速落地银保新模式。根据公开报道，银保新模式主要体现在平安银行业务和队伍两项，一方面，将打通原财富管理板块业务与银保业务；另一方面，创设兼具职业和创业特征的“平安银行家”队伍，未来5年有望达到1-2万人。

图表42 平安坚持银保渠道坚持价值经营导向



资料来源：中国银行保险报，21世纪经济报道，平安证券研究所

三、产品升级：围绕客户服务与客户需求

3.1 重疾险：以新重疾表基础更新产品，关注增值服务

根据客户需求，主要上市险企在主力产品中加入中症、特疾、增保额、多次赔付等保险责任，附加健康管理服务。2021年1月31日，《中国人身保险业重大疾病经验发生率表（2020）》明确过渡期结束，主要上市险企推出以新重疾定义和新重疾表为基础的新重疾产品。一方面，主要上市险企着力完善重疾产品体系，推出高性价比定期重疾产品，并在新产品加入中症、特疾、增保额、多次赔付等客户关注度较高的保险责任，以提高产品竞争力。另一方面，头部险企着重关注增值服务，除传

统重疾绿通服务外，推出健康管理附加服务，产品与服务并重。具体来看：

- 1) 国寿：升级“国寿福 2021”，增加轻症赔付次数、中症赔付、特疾和重疾赔付。
- 2) 太保：升级“金典人生”，增加病种，增加前症、成人特疾，重疾分组赔付最高 5 次。
- 3) 新华：升级“健康无忧 C6”、增加中症 2 次赔付；推出“健康无忧 D1”、增加老年特疾赔付。
- 4) 平安：围绕“产品+服务”，连续升级老产品、推出新产品，并升级健康管理服务。根据年报，平安聚焦健康、亚健康、慢病、重疾等服务场景，着力构建“寿险+健康、医疗、慢病、重疾、养老”的服务生态。具体来看：“健康+”项目提供 20 年保证续保长期医疗险+“e 生 RUN”健康服务；“慢病+”项目推出线上+线下结合的呵护式慢病管理服务，以“医生、健康管理师、营养管理师”组成的三师共管服务为基础、AI 赋能精准匹配客群，增加便捷优惠的线下服务；“重疾+”项目推出覆盖 120 种疾病、多次轻症赔付的重疾产品。

图表 43 2021 年平安重疾险及健康管理服务的主要调整

时间	产品	特征
1 月	升级“平安福 21”	增加轻症赔付次数、中症赔付,患轻/中症增重症保额
2 月	推出“平安六福”	产品形态:定期两全+附加重疾,带生存金返还;涵盖中症赔付,重疾豁免保费、分组最高赔付 6 次
4 月	推出“平安臻享 RUN 健康服务计划”	乐享 RUN、尊享 RUN 和尊享 RUN Plus 三个版本,构建不同层级服务体系、满足客户差异化需求
9 月	9 月升级“臻享 RUN”;“平安福”退市,推出“御享福”、“盛世福”	“御享福”:针对精英人群推出的高杠杆重疾险,附加尊享 RUN Plus “盛世福”:成人版分悦悦版和尊享版,悦悦版主打性价比,而尊享版的保障更充分、有轻中症涨保额和平安 RUN 涨保额的特权

资料来源:公司官网,平安证券研究所

3.2 储蓄险：从客户财富管理需求出发、短储长储并行，以养老社区为高客服务抓手

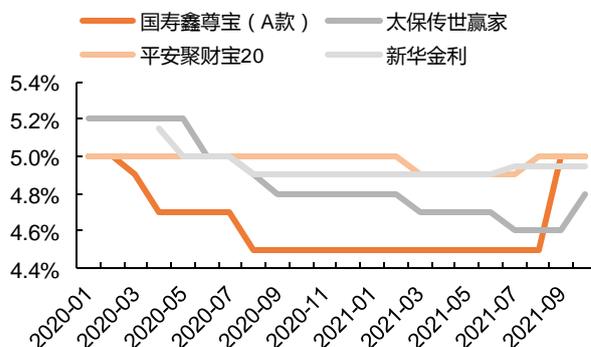
银行理财收益率下探、全面净值化管理后，收益稳健、风险较低的投资品种稀缺，储蓄险具备风险保障和财富管理的双重属性。银行理财产品是短期储蓄型保险的主要竞品，2019 年以来，理财产品预期年收益率不断下滑，2020 年降至 4%左右、2021 年不足 4%、近期已下探至 3%左右。而险企通常以“年金险/两全险+万能险”的产品组合进行销售，传统保险有预定利率、万能保险有最低保证利率，收益相对稳定、风险相对较低、且具备一定收益弹性，符合消费者财富管理的需求。主要上市险企 2021 年“开门红”产品万能账户收益率目前均在 4.5%以上；叠加主险 IRR，收益远高于理财产品，更具吸引力。

图表 44 银行理财产品预期收益率下滑



资料来源:WIND,平安证券研究所

图表 45 主要上市险企 2021 年“开门红”主力产品的万能账户结算利率



资料来源:公司公告,平安证券研究所

健全产品体系，拓展养老服务。2020年以来，主要上市险企紧握消费者财富管理需求，在保障险销售承压之下，加大短期储蓄和长期储蓄保障类产品的开发和投放，全年销售储蓄险产品。同时，加快建设养老社区，服务于高端客户，满足一定保费门槛即可获得养老社区入住确认函。总体来看，养老社区涵盖养老、护理、医疗、康复等多重服务。

图表46 主要上市险企2021年长期储蓄保障类产品梳理（部分）

公司	产品	养老服务
国寿	推出“臻享传家”终身寿险	1) 自建高端度假型养老社区“国寿嘉园”，已在苏州、天津、三亚落地 2) 与政府共建普惠型养老社区，已经在深圳完成4个普惠型高品质养老社区项目的连锁布局
平安	推出“财慧盈”两全保险	1) 布局：核心城市的核心区域 2) 项目：自建高端养老社区品牌“平安臻颐年”，第一期“颐年城”已在深圳落地，项目集智慧生活场景、全方位医疗服务、日美国际照护团队于一体
太保	升级“长相伴”终身寿险 推出“好事成双”两全保险	1) 布局：东西南北中，“颐养、乐养、康养”三位一体 2) 项目：自建“太保家园”，目前在7个城市落地8个项目，总储备床位达到1.1万张，已跃居保险行业第二
新华	推出“荣耀终身寿险”	1) 布局：城郊结合、南北呼应 2) 项目：“乐享”、“颐享”、“尊享”三大社区产品线，2021年上半年，延庆颐享社区正式发布

资料来源：公司官网，平安证券研究所

3.3 “开门红”：节奏回归常态，新单增长承压

2022年“开门红”普遍延迟，产品保险期间进一步缩短。2022年“开门红”开启时间普遍晚于2021年，但早于2020年，销售节奏回归2019年以前常态；主力短储产品普遍以3年期交为主、保险期间均缩短至8年以内。

图表47 主要上市险企2022年“开门红”主力产品梳理

项目	国寿	太保	平安	新华
时间安排	2021年10月20日	2021年11月8日	2021年11月8日	2021年12月1日
主力产品	鑫裕金生（两全险）	鑫享事诚（两全险）	御享财富（年金险）	惠金享（年金险）
主打产品形态	3年期交8年期满	3年期交7年期满	3年期交8年期满	3年期交8年期满
预定利率	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
万能险安排	鑫尊宝A：保费>10万元，10月结算利率5.0%	传世庆典：保费>10万元，10月结算利率5.0%	聚财宝21 起保：5W 保证利率：1.75% 10月收益率：5.0%	金利优享 保证利率：2.5% 10月收益率：4.95%
	鑫缘宝：保费3-10万元，10月结算利率4.6%	传世赢家：保费2-10万元，10月结算利率4.8%		
	鑫尊宝C：保额<3万元，10月结算利率3.7%	传世管家：保额<2万元，10月结算利率4.6%		
主险IRR	1.5417%	1.9263%	1.6341%	1.7468%

资料来源：公司官网，平安证券研究所

人力、基数、监管等影响较大，预计新单增长承压。2021年以来，险企大力清虚、严控增员质量，推动个险渠道向高质量发展转型，21Q3未规模人力均较年初下滑30%左右。而2021年“开门红”从2020年10月初即开启，筹备时间早、21Q1新单高增。另一方面，2021年10月，银保监会下发《万能型人身保险管理办法（征求意见稿）》，下调万能险高档和中档演示利率、规定万能险销售人员具有1年以上保险销售经验；2021年11月，银保监会下发《人身保险销售管理办法（征求意见稿）》，要求产说会双录、一年期及以上人身险增加产品说明书，规范销售；限制新人仅可销售普通型寿险和意外险产品。新规暂未落地，暂不会对2022年“开门红”产生负面影响，但落地后短期内将显著增加短储销售难度。

四、投资建议与风险提示

4.1 投资建议

尽管资产端压力缓释，但负债端修复速度相对较慢；截至 2021 年 11 月 30 日行业 2021 年估值仅 0.57 倍 PEV，处于历史估值底部，具备配置价值，建议关注行业龙头中国太保、中国人寿。

1) 资产端压力缓释。2021 年 3 月后，长端利率震荡下行至 2.80%-3.00% 左右，近期趋于企稳、持续快速下行的可能性不大。21Q4 起，考虑到房企现金流承压、投资和销售增速较大幅下滑，在坚持中央“房住不炒”基调的同时，部分城市已开始多措并举缓解房企资金端压力，后续不排除其他城市出台类似举措。

2) 负债端有待修复。19Q4 起，主要上市险企主动开启寿险转型，聚焦代理人渠道“大开大合”的发展问题、大力清虚，意在通过对队伍进行精细化管理、严控入口，进而提升质态。但目前仍处于转型深入区，代理人规模下滑、但质态尚未明显提升。此外，经过数年高增，重疾险新单增长存在一定基数压力；同时，高性价比的“惠民保”多地开花对消费者形成分流。而居民收入水平仍待进一步增长，保险保障需求有待进一步释放。在转型、基数、竞争、需求等多重影响下，新单修复速度相对较慢。

3) 监管趋严，倒逼行业改革提速。从互联网人身险新规、到万能险新规意见稿、再到人身险销售新规意见稿，近期监管不断加码、规范人身险销售行为和产品设计，将大大提高转型难度、延缓负债端修复；也将倒逼行业加速改革、提升行业形象与专业度。

4.2 风险提示

- 1) 权益市场大幅波动，市场交投活跃度下滑。
- 2) 宏观经济修复不及预期，投资需求回落。
- 3) 房地产公司信用风险加剧暴露，债务违约扩大化。
- 4) 寿险转型慢于预期、清虚后代理人质态提升不及预期，新单增长不及预期。
- 5) 利率超预期下行，到期资产与新增资产配置承压。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033