

## 估值低位，静待负债端拐点显现

### 保险行业

**推荐** (维持评级)

#### 核心观点:

#### 分析师

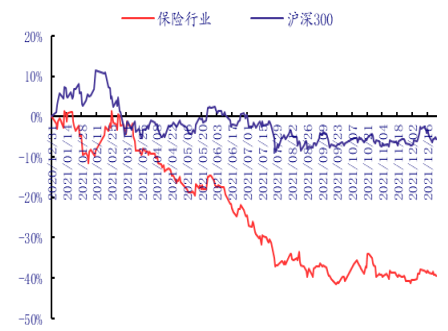
武平平

☎: 010-80927619

✉: wupingping@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130516020001

#### 保险板块市场表现



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

- **资产负债两端承压，估值低位，充分反映市场对行业基本面的悲观预期** 2021年保险板块基本面承压，保费、新单、新业务价值、投资收益率等核心业务指标下滑，板块估值处于历史低位。截至2021年12月24日，保险指数累计下跌39.53%，跑输沪深300指数33.97个百分点。保险板块P/EV在0.43X-0.70X之间，估值处于历史低位，已经充分反映市场对行业基本面的悲观预期，配置价值凸显。
- **寿险改善仍需时日，2022年开门红承压，保单销售增速前低后高** 新冠疫情、互联网保险替代作用以及传统营销体制遭遇瓶颈，冲击保单销售，2021年寿险基本面承压。展望2022年，考虑到2021Q1高基数、开门红启动延迟以及代理人队伍转型成效短期难以显现，2022年开门红新单承压，寿险改善仍需时日。随着险企积极推进代理人渠道转型，提升代理人专业性，改变过去人海战术为精准营销，实现产品供需匹配，真正以客户为中心，行业转型成效将会逐渐显现，代理人数量或会继续下降，但是产能提升，保费收入同比增速前低后高，新业务价值改善。
- **车险综改影响逐渐消退，产险保费回暖，拐点显现** 车险综改实施，2021年产险保费收入增长承压，下降明显。展望2022年，车险综改影响逐渐消退，基数下降，车险保费逐渐回暖。考虑到汽车市场日趋成熟，消费者要求提升，车险保费增速将回归温和。随着险企大力推动非车险业务发展，优化产险结构，非车险占比将进一步提升，未来产险增长将主要由非车险业务推动。
- **地产政策纠偏、长债利率窄幅震荡，2022年投资端压力缓解** 2021年，房地产政策收紧，地产信用违约风险暴露，长债利率下行，投资端承压。展望2022年，地产政策纠偏、长债利率窄幅震荡，投资风险缓释。2021年9月24日，央行货币政策委员会召开第三季度例会表示维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益。12月6日，中央政治局会议召开，提出支持商品房市场更好满足购房者的合理需求，促进房地产业健康发展和良性循环。政策纠偏、房企债务违约化解处置工作有序推进，有助缓解市场对险企投资端担忧。同时，依据银河证券固收团队观点，2022年长端利率维持窄幅震荡格局，险企投资端压力有望改善。
- **投资建议:** 开门红启动延迟、险企代理人队伍转型成效短期难以显现，叠加2021Q1高基数，2022年开门红承压，寿险改善仍需时日。车险综改影响逐渐消退，产险持续回暖，拐点显现。当前价格对应2021年保险板块P/EV在0.43X-0.7X之间，估值处于历史低位，建议关注配置价值。个股方面，我们持续推荐中国太保(601601.SH)、中国平安(601318.SH)。
- **风险提示:** 长端利率曲线下移的风险；保险产品销售不及预期的风险

## 投资概要:

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

复盘历史,我们发现保费、利率以及权益市场表现是影响保险板块估值的核心变量。2021年资产负债两端承压,估值低位,充分反映市场对行业基本面的悲观预期,板块配置价值凸显。展望2022年,考虑到2021Q1高基数、开门红启动延迟以及代理人队伍转型成效短期难以显现,预计2022年开门红新单承压,寿险改善仍需时日,保单销售同比增速前低后高。车险综改影响逐渐消退,基数下降,车险保费逐渐回暖。考虑到汽车市场日趋成熟,消费者要求提升,车险保费增速将回归温和。随着险企大力推动非车险业务发展,优化产险结构,非车险占比将进一步提升,未来产险增长将主要由非车险业务推动。地产政策纠偏、房企债务违约化解处置工作有序推进,有助缓解市场对险企投资端担忧。同时,依据银河证券固收团队观点,2022年长端利率维持窄幅震荡格局,险企投资端压力有望改善。

### 我们与市场不同的观点:

随着险企积极推进代理人渠道转型,提升代理人专业性,改变过去人海战术为精准营销,实现产品供需匹配,真正实现以客户为中心,行业转型成效将会逐渐显现,代理人产能会持续提升以弥补代理人数量下降影响,2022年下半年行业保费、新业务价值将逐渐改善。

### 投资建议:

开门红启动延迟、险企代理人队伍转型成效短期难以显现,叠加2021Q1高基数,2022年开门红承压,寿险改善仍需时日。车险综改影响逐渐消退,产险持续回暖,拐点显现。当前价格对应2021年保险板块P/EV在0.43X-0.7X之间,估值处于历史低位,建议关注配置价值。个股方面,我们持续推荐中国太保(601601.SH)、中国平安(601318.SH)。

### 股价表现的催化剂:

地产政策纠偏,房企债务违约风险逐步化解,险企投资端压力缓解。

### 主要风险因素:

长端利率曲线持续下移的风险,保险产品销售不及预期的风险。

## 目 录

一、股价复盘：2021 年基本面承压，估值处于低位.....	3
（一）2007 年-2020 年主要上涨行情复盘.....	3
（二）2021 年以来保险股复盘.....	3
（三）保险板块在资本市场表现.....	5
二、寿险业绩承压，预计 2022 年保单销售增速前低后高.....	6
（一）核心业务指标下滑，销售低迷.....	6
（二）新冠疫情、竞品冲击以及代理人脱落影响线下保单销售.....	8
（三）2022 年寿险展望：前低后高，开门红承压.....	11
三、车险综改影响逐渐消退，产险保费逐渐回暖.....	11
（一）受车险综改影响，2021 年产险保费下降.....	12
（二）2022 年展望：车险保费回暖，产险结构持续优化.....	14
四、地产政策纠偏、长债利率窄幅震荡，2022 年投资端压力缓解.....	15
（一）资产规模增长，固收类资产配置比例上升.....	15
（二）展望 2022 年：地产政策纠偏、长债利率窄幅震荡.....	16
五、严监管政策持续，长期利好行业健康持续发展.....	16
六、投资建议.....	19
七、风险提示.....	19
八、附录.....	20

## 一、股价复盘：2021 年基本面承压，估值处于低位

### (一) 2007 年-2020 年主要上涨行情复盘

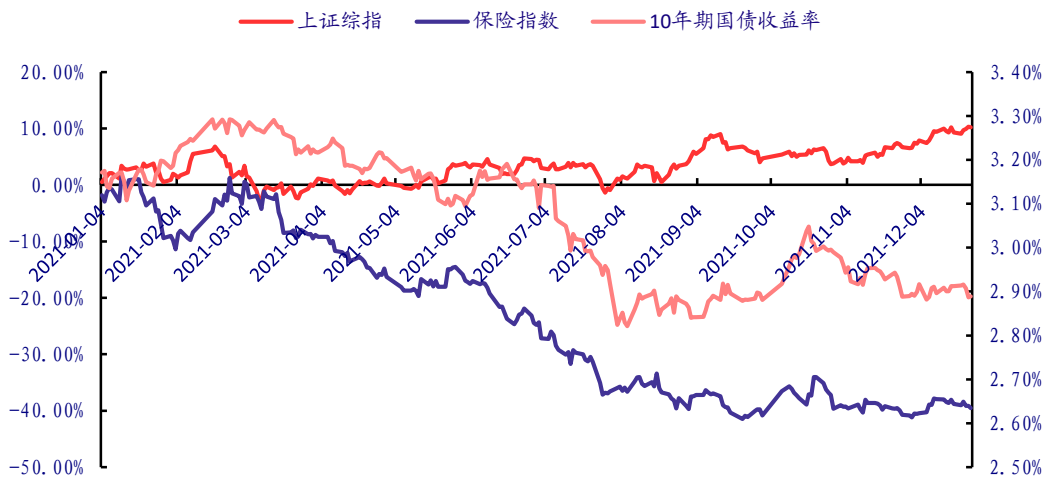
复盘历史，保费、利率、权益市场表现是影响保险板块估值的重要因素。我们复盘 2007 年至 2020 年保险板块的股价表现，考察期上涨行情主要集中在五个阶段：（1）2007 年：险企集中上市，牛市行情和央行 6 次加息助力险企利差扩大，叠加保费快速增长，带动保险板块估值上行。（2）2014 年四季度到 2015 年上半年：牛市行情下市场指数快速上涨，尽管央行降准降息长债收益率有所下行，但利率下行负向影响小于权益市场上行正向影响力度，险企投资收益丰厚，同时分红险等新型保险产品销售促进保费增速改善，推动保险板块股价上行。（3）2017 年 4 月末-11 月末：央行上调逆回购和 MLF 利率，长债利率上行，叠加下半年蓝筹股行情开启、消费升级概念受到热捧、险企保费维持较高增速，多重因素利好保险板块股价上涨。（4）2019 年上半年，受益于流动性宽松、贸易战预期改善以及政策利好持续释放，权益市场整体回暖，保险板块跟随大盘上涨。（5）2020 年 10 月至 11 月，经济数据高于预期，经济增长动能强劲，货币政策回归常态，长债收益率最高上探至 3.35%。部分险企提前启动开门红，开门红增速有望超预期，基本面改善预期增强，板块迎来上涨行情。

### (二) 2021 年以来保险股复盘

我们对 2021 年以来保险板块股价表现进行复盘，主要行情可以分为三个阶段：（1）1-2 月份，2021 年开门红提早启动，叠加新老重疾切换，重疾险保单需求提前释放，行业保费收入增长迅速。1 至 2 月行业累计保费收入 13229.88 亿元，同比增长 12.42%，增速重回两位数。2021Q1 中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险分别实现新单总保费收入 605.27/1024.49/163.36/241.57 亿元，同比分别增长+23.05pp/-6.40pp/+35.88pp/+9.58pp。长债收益率持续上升，截止 2 月末，10 年期国债收益率上行至 3.28%，相较年初上涨 14BP。基本面向好，驱动板块估值上行。（2）3 月至 9 月中旬，新单需求提前透支，产品供需不匹配，叠加险企代理人脱落、增员难，行业保费收入增长承压。1-8 月行业累计保费收入 33024.49 亿元，同比下降 0.67%。新单保费方面，2021 年上半年，中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险分别实现新单保费收入 951.98/1339.14/225.87/336.19 亿元，同比分别增长+0.33%/-8.41%/+18.47%/-1.65%，增速相较 2021Q1 分别下滑 22.73pp/2.02pp/17.41pp/11.23pp。房地产调控政策收紧，重申“房住不炒”，三线四档、三道红线等政策措施影响显现，房企发债规模收缩，融资成本上升，流动性风险加大，信用危机暴露，引发市场对险企地产投资担忧。同时，长债收益率下行，8 月 5 日达到考察期最低点 2.8%，相较年初下降 34BP。资产负债两端承压，保险板块累计下跌 41.46%。（3）9 月下旬以来，房地产政策修复，华夏幸福债务化解方案公布，市场对险企地产投资担忧缓解，保险板块估值震荡修复。

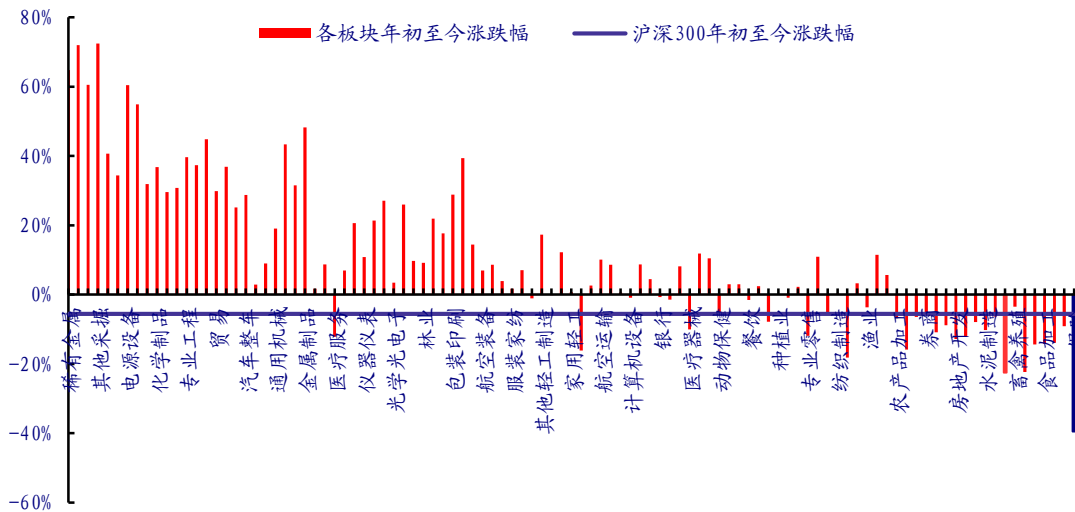
整体来看，2021 年保险板块基本面承压，保费、新单、新业务价值等核心业务指标下滑，板块估值处于历史低位。截至 2021 年 12 月 24 日，保险指数累计下跌 39.53%，跑输沪深 300 指数 33.97 个百分点。保险板块 P/EV 在 0.43 X -0.70 X 之间，估值处于历史低位。

图 1: 2021 年初至今保险板块股价表现



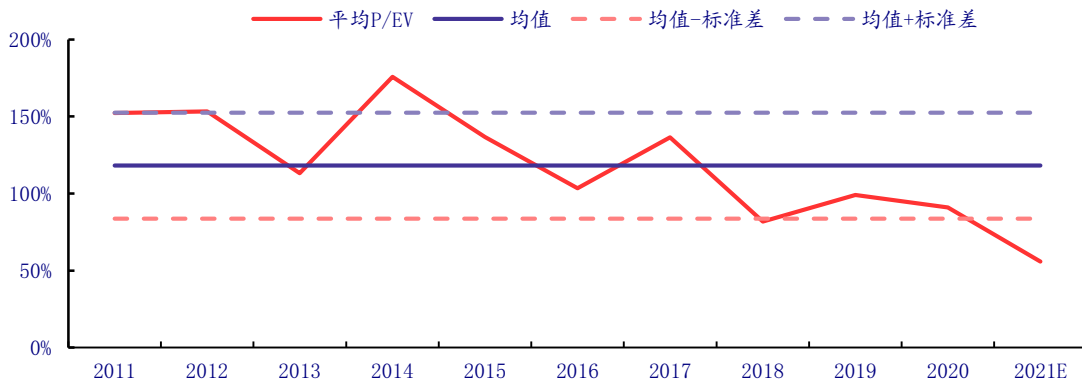
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2: 各板块及沪深 300 指数年初至今涨跌幅



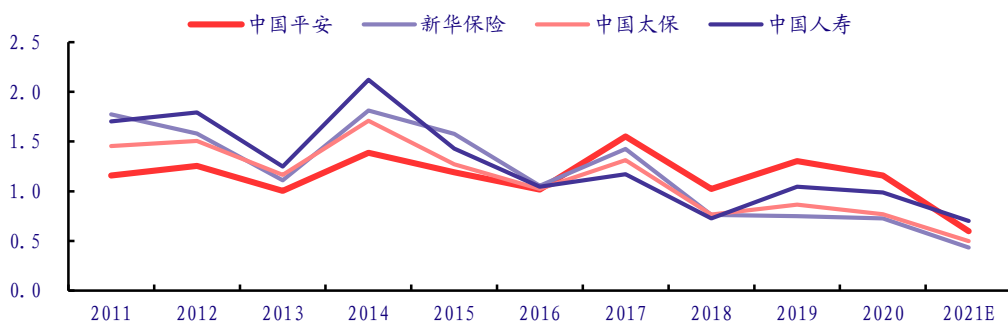
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 3: 保险板块 P/BV 估值情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 上市险企 P/BV 变化情况

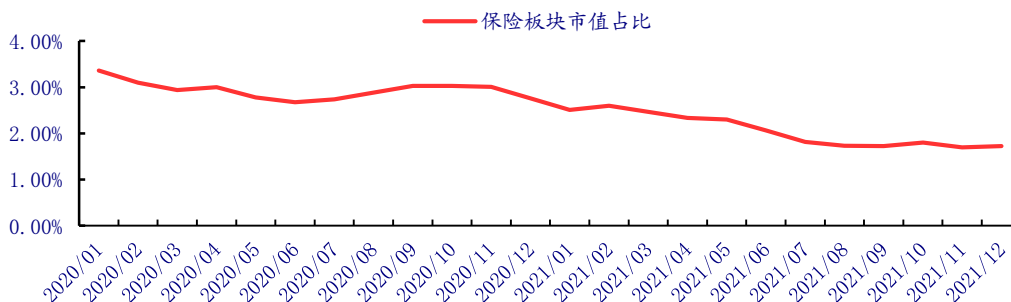


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### (三) 保险板块在资本市场表现

保险板块总市值位居市场前列, 市值占比继续下降。依据二级行业指数分类, 截至 2021 年 12 月 24 日, 保险板块包含上市公司 7 家, 板块累计市值 16802.11 亿元, 在所有二级行业中排名第 11 位; 板块市值占比 1.72%, 较上年末下降 1.04 个百分点。

图 5: 2020 年以来保险板块市值占比变化



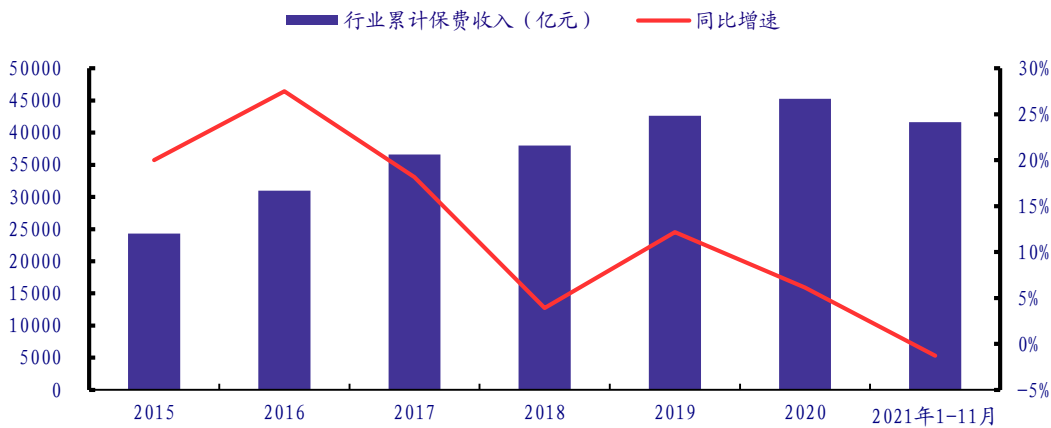
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 二、寿险业绩承压，预计 2022 年保单销售增速前低后高

### (一) 核心业务指标下滑，销售低迷

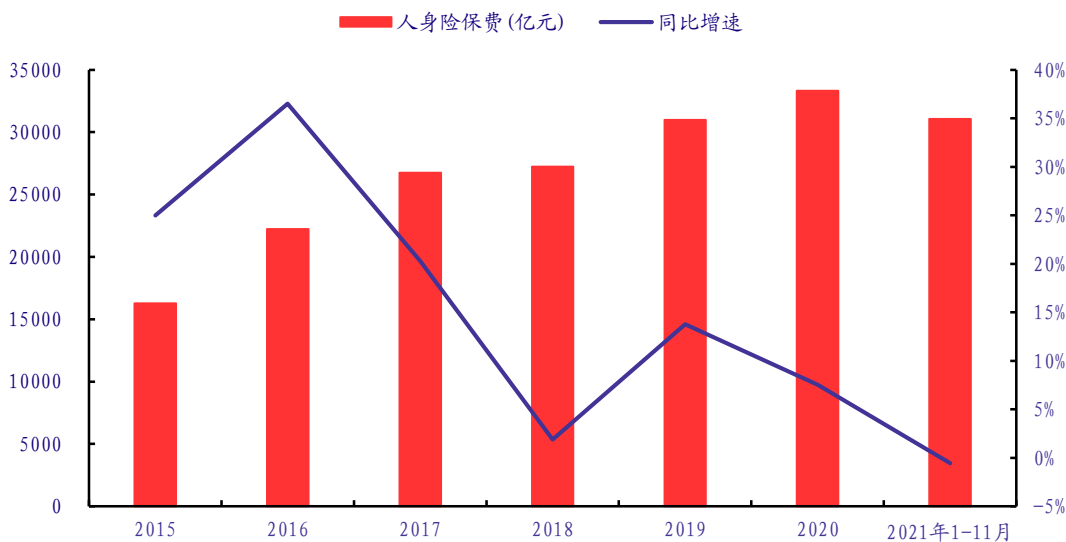
行业负债端承压，保费收入负增长。2021 年 1-11 月，保险行业实现原保费收入 41644.06 亿元，同比下降 1.27%；实现人身险保费收入 31068.59 亿元，同比下降 0.55%。

图 6：行业累计保费收入及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

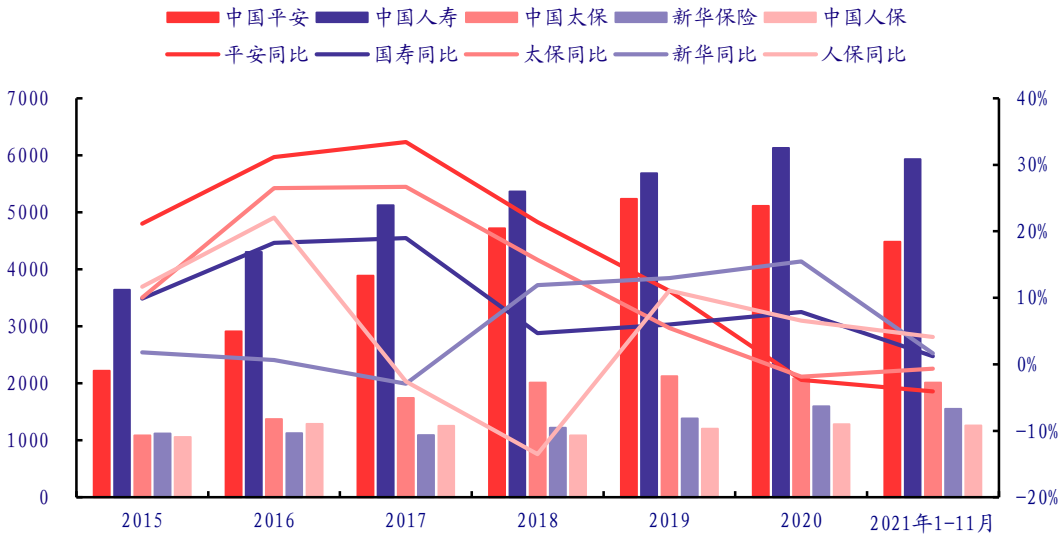
图 7：人身险保费收入及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

上市险企寿险保费增速整体呈现下降态势。2021 年 1-11 月，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险以及中国人保分别实现寿险保费收入 4483.01/5934.00/2012.96/1551.13/1259.61 亿元，同比分别增长-4.06%/+1.22%/-0.64%/+1.67%/+4.09%。

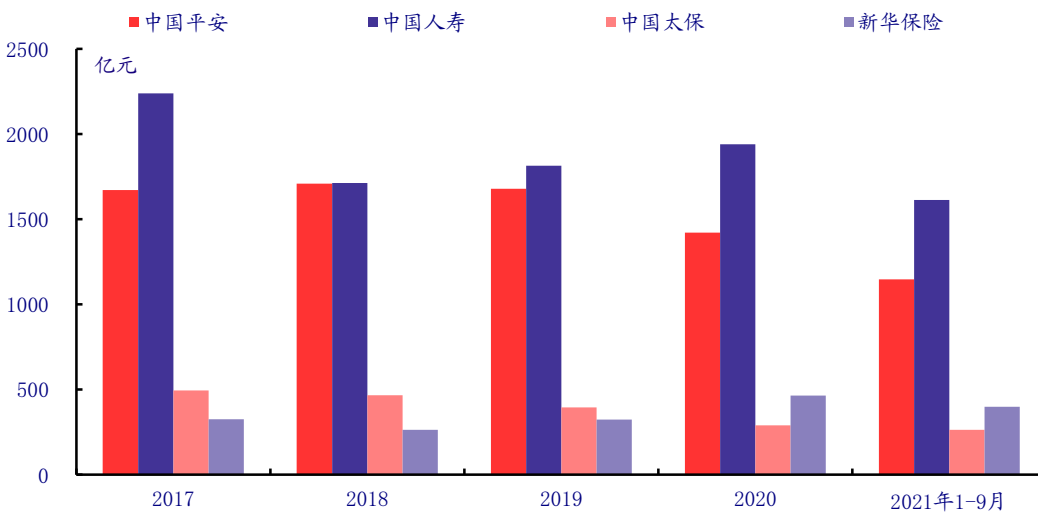
图 8: 上市险企寿险保费收入及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

新单、新业务价值增长承压。2021 年前三季度, 中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险分别实现新单保费收入 1147.49/1612.36/263.02/399.66 亿元, 同比分别增长-4.5%/-7.80%/+3.63%/-5.38%, 增速相较 2021H1 变化-4.82pp/+0.61pp/-14.84pp/-3.72pp。2021H1 中国平安、中国人寿、中国太保以及新华保险分别实现新业务价值 273.87/298.67/102.31/40.90 亿元, 同比分别下降 11.74pp/19.04pp/8.88pp/21.66pp, 增速相较 2021Q1 下滑。

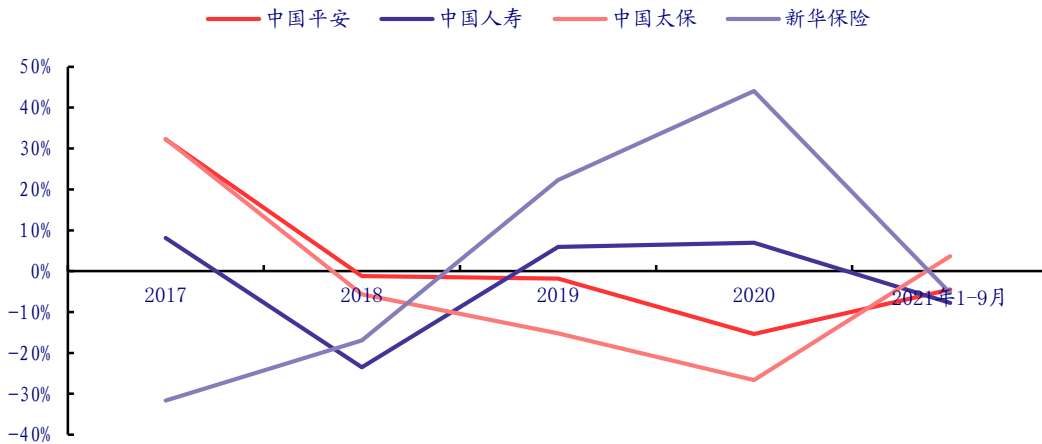
图 9: 上市险企新单保费收入



资料来源: wind, 公司公告, 中国银河证券研究院整理

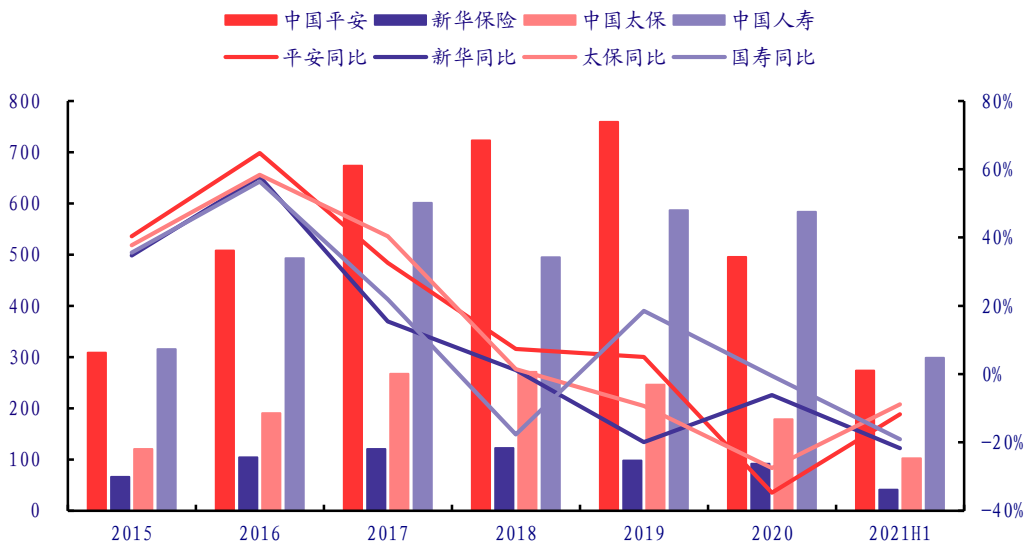


图 10: 上市险企新单保费增速



资料来源: wind, 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 11: 上市险企新业务价值及增速



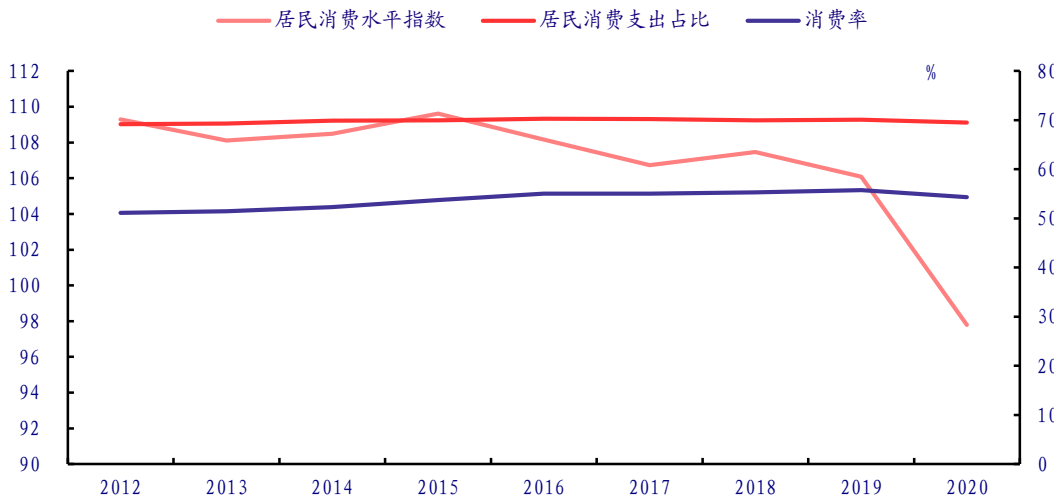
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## (二) 新冠疫情、竞品冲击以及代理人脱落影响线下保单销售

### 1. 新冠疫情冲击影响居民购买力，保单消费需求受压制

2020年新冠疫情爆发，宏观经济受到冲击，生产生活受制约，居民购买力下降，对未来收入不确定性预期增加，消费意愿下降，保单作为非必需消费品，需求受到压制。2020年，最终消费支出构成中，居民消费支出 69.51%，达到 2014 年以来最低水平，同比下降 0.55 个百分点。消费率 54.29%，达到 2016 年以来最低水平，同比下降 1.49 个百分点。居民消费水平指数 97.78，同比下降 7.82%。

图 12: 居民消费支出情况

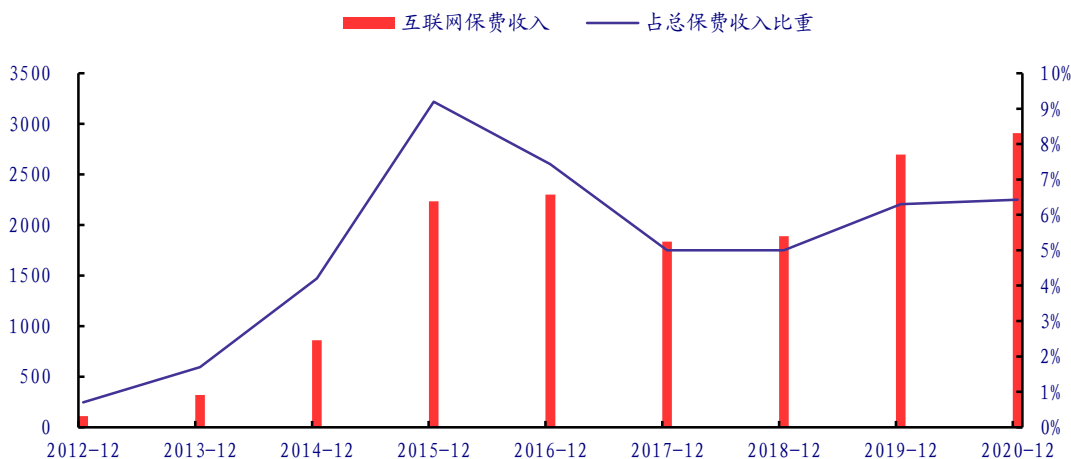


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 2. 互联网保险快速发展, 对传统重疾险产生替代作用

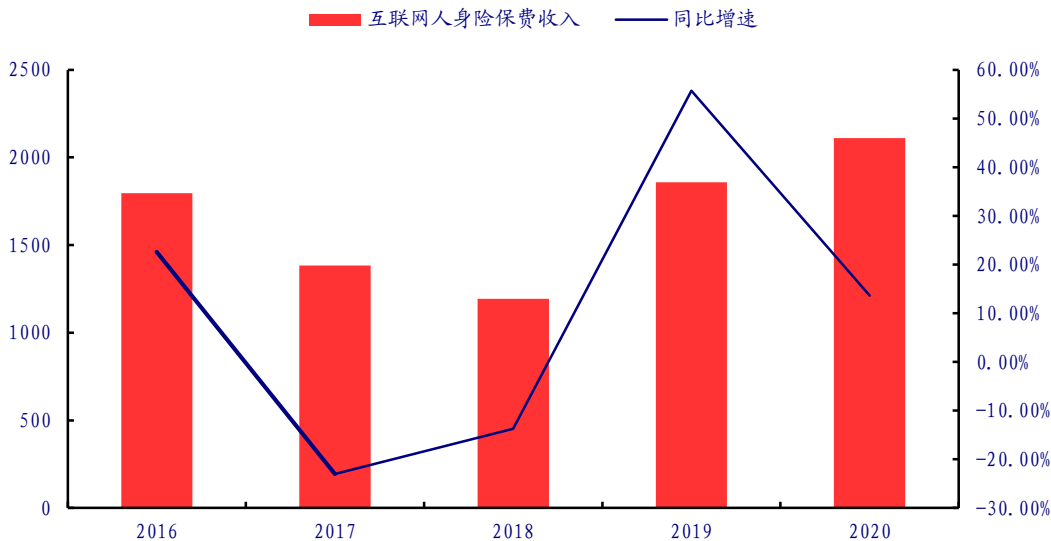
百万医疗、惠民保等互联网保险飞速发展, 对传统线下保险销售造成冲击。互联网时代的到来, 潜移默化地改变了消费者的消费习惯, 越来越多的消费者倾向于在网上购买保险。互联网保险相较于传统保险有其独特优势: 互联网保险产品保费一般较低, 购买方便快捷, 直达客户, 信息公开透明。保险产品保费包含纯保费与附加保费。互联网保险通过提高预定利率、节省人工核保成本以及银行通道费用等降低纯保费与附加保费, 让客户获得实惠。互联网保险直达客户优势显著, 通过点对点的信息交互, 精准营销以及服务前置, 实现信息、产品、服务直达客户功能, 变革了保险业传统营销模式。2018 年以来, 百万医疗等短期健康险畅销, 互联网保险快速发展。2020 年互联网保费收入 2908.75 亿元, 占总保费比重 6.43%, 相较 2018 年提升 1.43 个百分点。其中, 互联网人身险保费收入 2110.8 亿元, 占总保费比重 4.66%, 相较 2018 年上升 1.53 个百分点。2020 年, 通过保险公司官网进行投保的客户数量达 1824.2 万人次, 较 2019 年同比增长 75.57%。

图 13: 互联网保险收入及其占比



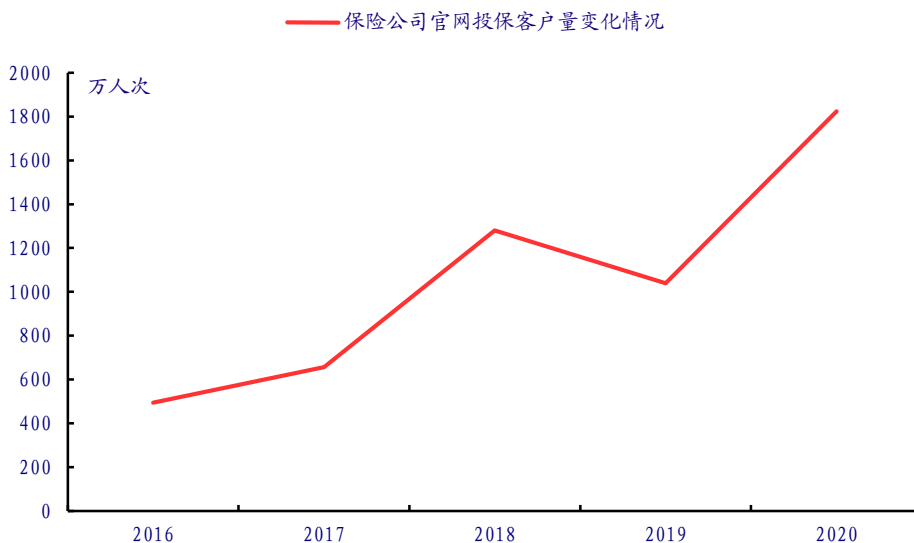
资料来源: Wind, 中国保险行业协会, 中国银河证券研究院整理

图 14: 互联网人身保险保费收入及同比增速



资料来源: Wind、中国保险行业协会, 中国银河证券研究院整理

图 15: 2016-2020 年保险公司官网投保客户量变化情况



资料来源: 中国保险行业协会, 中国银河证券研究院整理

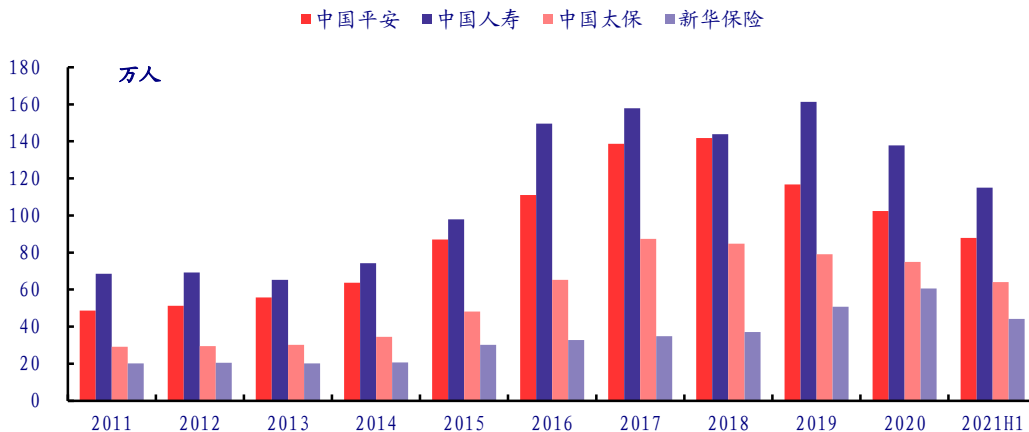
### 3. 代理人数量下降、粗放模式难以持续

新冠疫情爆发影响代理人线下展业,对传统粗放式代理人模式造成冲击,代理人数量下降,影响保单销售。寿险保单较为复杂,主要依赖代理人线下面访展业。2019 年之前,保单销售增长,主要靠代理人数量增长推动。2020 年新冠疫情爆发之后,代理人线下展业受阻,传统营销体制遭遇瓶颈。代理人佣金收入主要来自新单销售,保单销售受阻导致代理人收入下降,引发代理人脱离及增员难问题。同时,新冠疫情爆发后,各家险企意识到通过人海战术增加保单销售的模式不可持续,开始积极寻求传统营销模式转型,主动清虚来提升产能,加速代理人脱落。

受多重因素压制,代理人数量下降明显。截至 2021 年 6 月 30 日,中国平安、中国人寿、

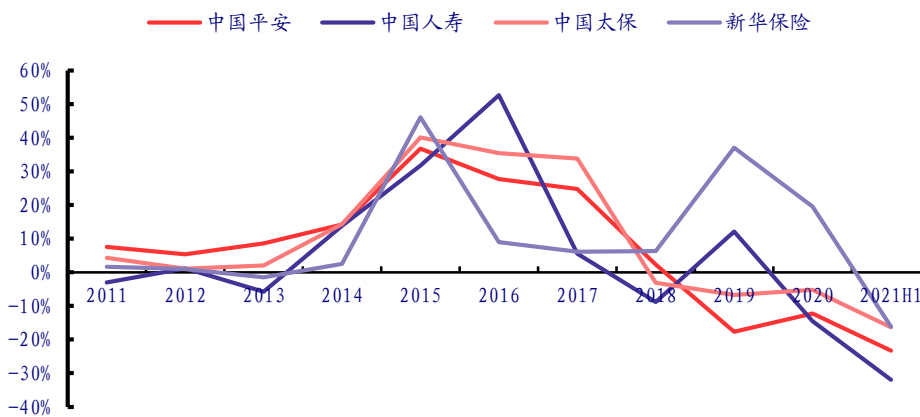
中国太保以及新华保险代理人规模分别为 87.78/115.00/64.10/44.10 万人，相较上年末分别下降 14.26%/16.55%/14.42%/27.23%。

图 16: 上市险企代理人规模



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 17: 上市险企代理人规模增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

### (三) 2022 年寿险展望: 前低后高, 开门红承压

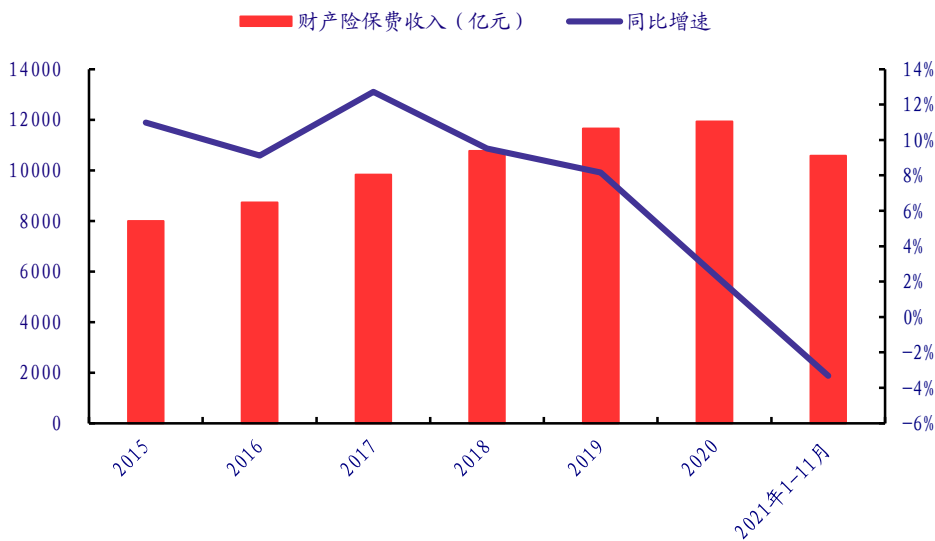
展望 2022 年, 考虑到 2021Q1 高基数、开门红启动延迟以及代理人队伍转型成效短期难以显现, 预计 2022 年开门红新单承压, 改善仍需时日。随着险企积极推进代理人渠道转型, 提升代理人专业性, 改变过去人海战术为精准营销, 实现产品供需匹配, 真正以客户为中心, 行业转型成效将会逐渐显现, 代理人产能会持续提升以弥补数量下降影响, 保单销售同比增速前低后高, 2022 年下半年行业保费、新业务价值将逐渐改善。

## 三、车险综改影响逐渐消退, 产险保费逐渐回暖

## （一）受车险综改影响，2021年产险保费下降

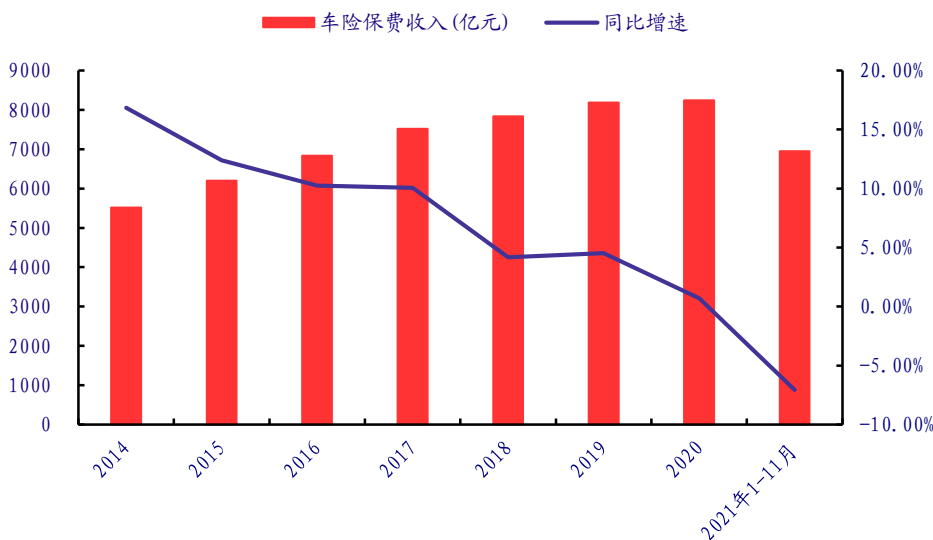
车险综改实施，产险保费收入增长承压，下降明显。2020年9月，银保监会实施车险综改，通过“降价、增保、提质”让利消费者，附加费用率上限由35%下调为25%，浮动费率下限由原来最低的-30%扩大到-50%，并提高对未发生赔付消费者的费率优惠幅度，车险保费收入持续下降。2021年1-11月保险行业实现产险保费收入10575.47亿元，同比下降3.32%；财产保险公司实现车险保费收入6951亿元，同比下降7.07%。

图 18：产险保费收入及同比情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 19：车险保费收入及同比增速

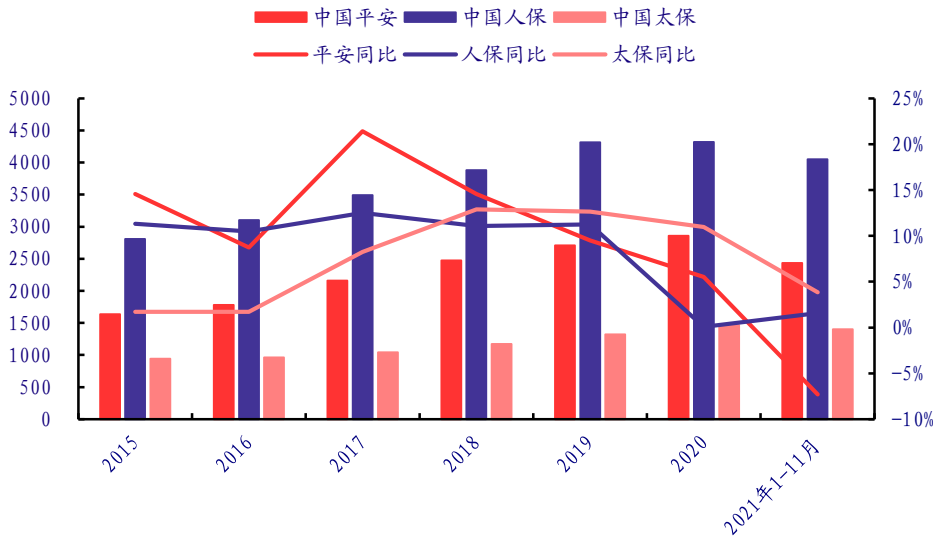


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

受车险综改影响，上市险企产险保费增速呈下降态势。2021年1-11月，中国平安、中国

人保、中国太保分别实现产险保费收入 2433.20/4052.28/1400.63 亿元，同比分别增长-7.29%/+1.58%/+3.86%。

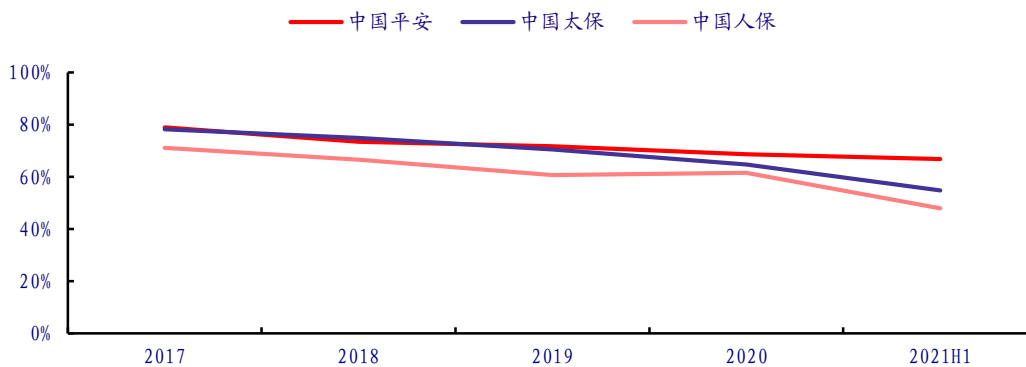
图 20: 上市险企产险保费收入及增速情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

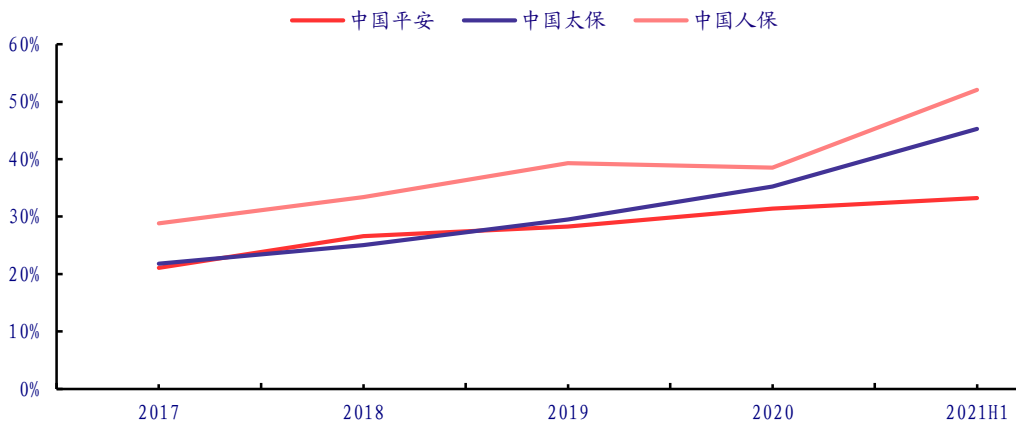
上市险企产险结构持续优化, 非车险比重上升。2021 年上半年, 中国平安/中国太保/中国人保分别实现车险保费收入 890.15 亿元/ 446.42 亿元/ 1207.55 亿元, 占比分别为 66.77%/54.73%/47.95%, 较 2020 年分别降低 1.85、10.02 和 13.54 个百分点; 非车险收入占比分别为 33.23%、45.27%和 52.05%, 占比提升。

图 21: 上市险企车险占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

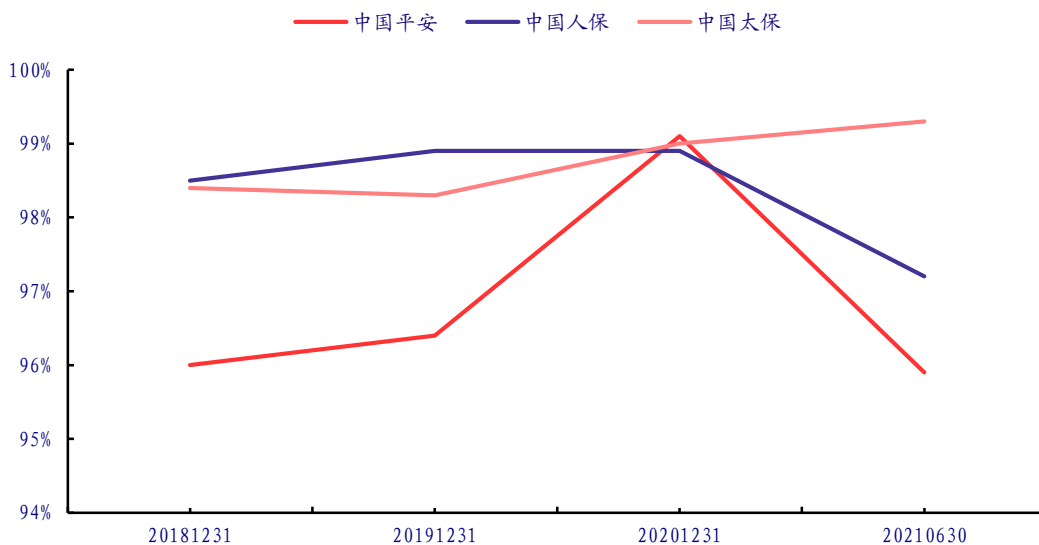
图 22: 上市险企非车险占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

上市险企承保端维持盈利。2021H1 中国平安/中国太保/中国人保产险综合成本率分别为 95.90%、99.30%、97.20%，较 2020 年分别变化-3.2/+0.3/-1.7 个百分点，维持承保端盈利。

图 23: 上市险企产险综合成本率



资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院整理

## (二) 2022 年展望: 车险保费回暖, 产险结构持续优化

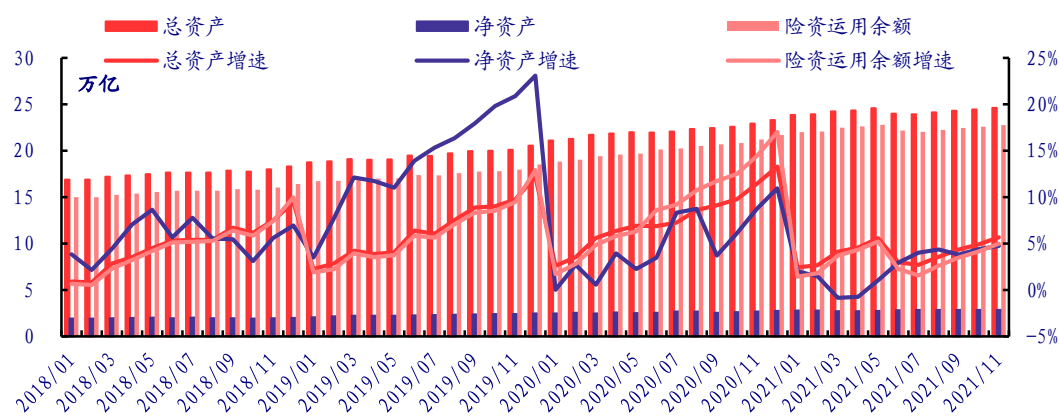
展望 2022 年, 车险综改影响逐渐消退, 基数下降, 车险保费逐渐回暖。考虑到汽车市场日趋成熟, 消费者要求提升, 车险保费增速将回归温和。随着险企大力推动非车险业务发展, 优化产险结构, 非车险占比将进一步提升, 产险增长将主要由非车险业务推动。

## 四、地产政策纠偏、长债利率窄幅震荡，2022 年投资端压力缓解

### (一) 资产规模增长，固收类资产配置比例上升

保险行业资产规模增速进一步提升，截至 2021 年 11 月末，保险行业总资产 24.62 万亿元，较上年末增长 5.67%；净资产 2.88 万亿元，较上年末增加 4.74%；资金运用余额 22.76 万亿元，较上年末增长 4.99%。

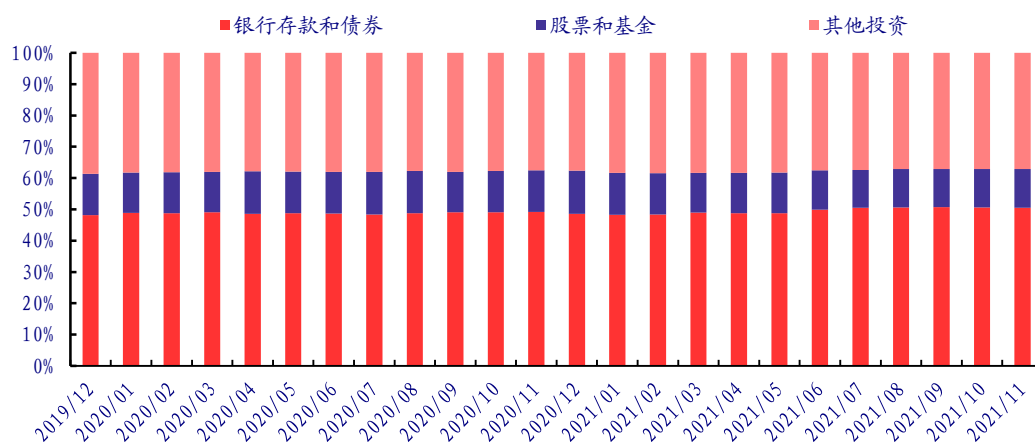
图 24：保险资产规模及增速



资料来源：wind，中国银保监会，中国银河证券研究院整理

险企固收类资产配置比例上升，权益资产配置比例下降。截至 2021 年 11 月末，固收类资产（银行存款+债券）配置比例 50.56%，较上年末增长 1.98 个百分点；权益类资产（股票和基金）配置比例 12.30%，较上年末减少 1.45 个百分点；其他类投资比例 37.14%，较上年末减少 0.53 个百分点。

图 25：保险资金运用结构



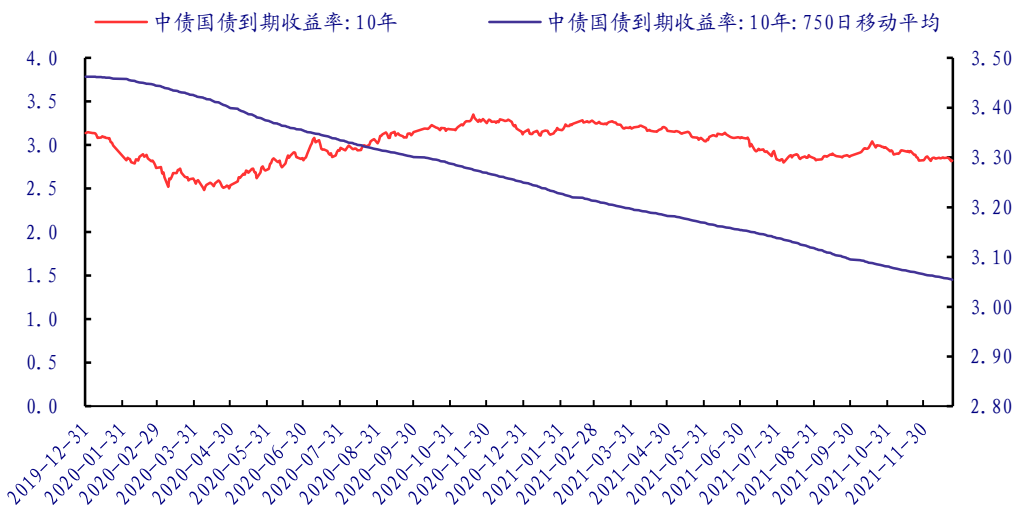
资料来源：中国银保监会，中国银河证券研究院整理



## (二) 展望 2022 年：地产政策纠偏、长债利率窄幅震荡

2021 年，房地产政策收紧，地产信用违约风险暴露，长债利率下行，投资端承压。十九大后，中央确立了“房住不炒”制度安排，对房价异常抬升进行持续监督和多维度管理。2020 年 8 月，央行、住建部会同相关部门印发重点房地产企业资金监管和融资管理规则，确立“三道红线”。2020 年 12 月，中国人民银行和中国银行保险监督管理委员会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度。监管政策趋严，地产融资成本上升，信用违约风险暴露。华夏幸福、恒大集团等违约事件引发市场广泛关注，诱发市场对险企投资端担忧。同时，长债利率下行，压制险企固收类投资收益表现。截止 2021 年 12 月 24 日，10 年期国债收益率 2.82%，相较 2020 年以来高点 3.35%，下降 53BP。险企固收类投资占比八成左右，利率下行对资产端表现造成扰动。受到系列因素压制，险企投资端表现承压。

图 26：10 年期国债收益率及 750 天移动平均线



资料来源：wind, 中国银河证券研究院整理

展望 2022 年，地产政策纠偏，长债利率窄幅震荡，投资端风险缓释。2021 年 9 月 24 日，央行货币政策委员会召开第三季度例会表示维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益。2021 年 9 月 29 日央行、银保监会召开房地产金融工作座谈会，要求围绕“稳地价，稳房价，稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度。2021 年 12 月 6 日，中央政治局会议召开，提出支持商品房市场更好满足购房者的合理需求，促进房地产业健康发展和良性循环。政策纠偏、房企债务违约化解处置工作有序推进，市场担忧情绪缓解。同时，依据银河证券固收团队观点，2022 年长端利率维持窄幅震荡格局，险企投资端压力有望改善。

## 五、严监管政策持续，长期利好行业健康持续发展

2016 年以来，行业进入严监管周期，当前严监管政策延续，短期对产品销售造成冲击，长期利好行业健康持续发展。2021 年 1 月 11 日，中国银保监会发布《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知》，规范产品续保、产品定价、销售行为以及核保理赔。明确短期健康险不得保证续保，严禁把短期健康险当做长期健康险进行销售，严禁捆绑强制搭售，限制消费者

购买产品和服务的权利,要求保险公司每半年披露短期健康保险业务整体赔付率。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》,作为《互联网保险业务监管办法》的配套文件,细化并完善了互联网人身险业务监管规则。《通知》明确互联网人身保险业务经营条件,满足偿付能力充足、综合评级良好、准备金提取充分、公司治理合格相关要求的保险公司,可以在全国范围内开展互联网人身保险业务。实施互联网人身保险业务专属管理。明确保险公司可通过互联网开展的人身保险业务范围包括:意外险、健康险(除护理险)、定期寿险、十年期及以上普通型人寿保险和十年期及以上普通型年金保险及中国银保监会规定的其他产品。万能险、分红险、投连险等理财险种不能线上销售。加强和改进互联网人身保险业务监管。首次实施定价回溯监管,要求保险公司定期回溯实际经营结果与定价假设偏离情况,并引入主动调整、公开披露和主动上报机制。互联网人身险新规明确险企展业门槛、产品经营范围、产品名称设定、附加费用率管理,强化业务监管,规范竞争秩序,理财型产品不能线上销售,达不到经营门槛的中小险企线上销售人身险产品受制约,大型险企则相对受益。11月,依据上海证券报发布信息,中国银保监会拟定的《人身保险销售管理办法(征求意见稿)》正在下发险企征求意见,新规对人身险销售各环节进行规范,对销售人员、人身险产品进行分级管理、限制销售人员首年佣金支付比例。新规要求险企对销售人员进行分级管理,并建立诚信评价管理制度。保险公司需按照销售人员教育背景、从业年限、考核情况、业务品质、培训及测试情况、诚信评价结果等进行分级,级别体系应不少于四级。销售人员应在分级管理体系内从低到高逐级晋升,新录用上岗销售人员首次定级应为最低的一级。同时,新规要求保险公司按照人身险产品复杂程度、风险水平、缴费负担等指标进行四级分级,一级为最低级别,四级为最高级别,产品授权与保险销售人员级别相匹配。改革佣金支付机制,限制首年佣金比例。新规要求保险公司向保险中介机构支付的首期手续费不得高于首期保费的80%;向销售人员支付的首期佣金发放比例不得高于保单直接佣金的40%,续期佣金发放年限不得低于10年和保单缴费年限二者之低者。同时,新规要求自保件、互保件不得参与任何形式的业绩考核。新规对销售人员进行分级管理、人身险产品进行四级分类、建立差异化授权销售管理制度,强化监管渠道约束,有助于提升产品类别与投保人风险承受能力、需求的匹配度。变革佣金支付制度有助于改善重规模轻服务乱象,规范销售误导乱象,引导保险公司丰富产品供给、重视客户服务质量。12月,中国银保监会发布《关于规范和促进养老保险机构发展的通知》,要求养老保险机构进一步聚焦养老主业,更好服务多层次、多支柱养老保险体系建设。《通知》从发展定位、业务方向、风险隔离、正本清源、强化监管五个方面规范业务运作,主要有以下核心看点:(1)养老保险机构应当坚持专业性养老保险经营机构的发展定位,聚焦商业养老保险、企业(职业)年金基金管理、养老保障管理等具备养老属性的业务领域,积极参与第三支柱养老保险建设。(2)养老保险机构原则上不得经营保险资产管理业务,包括受托管理保险资金和开展保险资产管理产品业务等。现有经营保险资产管理业务的养老保险公司,原则上应于2022年底前依法合规完成终止经营或剥离相关业务等整改工作。(3)养老保险机构应当持续压降清理现有个人养老保障管理产品。2022年6月30日前,适时停止相关产品新增客户,原则上于2023年底前完成存量业务清理。养老保险机构发展新规,要求养老保险机构聚焦养老主业,重点发展商业养老保险、养老保障管理和企业(职业)年金基金管理业务,终止或剥离与养老无关的保险资产管理业务,压降清理现有短期个人养老保障管理业务,短期对养老保险机构业务规模及业绩产生一定负向影响,长期引导养老机构走专业化道路,正本清源,持续健康发展。

**表 1: 近期保险行业监管政策梳理**

日期	事件	主要内容
2021/1/11	中国银保监会发布《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知》	一是规范产品续保。二是规范产品定价、赔付率。三是规范产品组合销售。四是规范核保理赔。五是规范产品停售。六是规范投保提示。七是规范退保现金价值。
2021/1/25	中国银保监会修订发布《保险公司偿付能力管理规定》	修订重点包括：一是明确偿付能力监管的三支柱框架。二是完善偿付能力监管指标体系。三是强化保险公司偿付能力管理的主体责任。四是提升偿付能力信息透明度，进一步强化市场约束。五是完善偿付能力监管措施。
2021/3/19	中国银保监会发布《关于修改〈中华人民共和国外资保险公司管理条例实施细则〉的决定》	《决定》主要修改了以下几方面内容：一是明确外国保险集团公司和境外金融机构准入条件。参照外国保险公司的准入标准设定了外国保险集团公司的准入条件。保险公司和保险集团公司以外的境外金融机构成为外资保险公司股东的，适用《保险公司股权管理办法》相关规定。二是完善股东变更及准入要求。规定外资保险公司变更股东，拟受让方或者承继方为外国保险公司和外国保险集团公司的，应当符合《条例》及《实施细则》相关要求。三是保持制度一致性，取消外资股比的限制性规定。
2021/5/21	中国银保监会发布《保险公司城乡居民大病保险业务管理办法》	《办法》主要内容如下：要求经营大病保险业务的保险公司建立健康保险事业部，完善大病保险业务单独核算要求；明确保险公司与政府开展大病保险项目清算的要求，鼓励按完整协议期进行清算；要求保险公司要有长期经营大病保险业务的安排，按照长期健康保险的经营标准完善组织架构，健全规章制度，加强人员配备，提升专业经营和服务水平；整合监管资源，发挥监管合力，进一步突出派出机构作为一线监管部门的作用，进一步细化、实化派出机构在大病保险各环节的具体责任。
2021/05/28	中国银保监会发布《关于规范保险公司参与长期护理保险制度试点服务的通知》	通知主要内容如下：一是对保险公司专业服务能力、项目投标管理、经营风险管控、信息系统建设、护理机构管理等方面提出明确要求。二是压实保险公司主体责任，加强业务和服务流程管理，强化内部监督与问责。三是加大日常监管，规范经营服务行为，明确重点查处和整治的问题。四是鼓励行业协会在制定服务规范和标准、建设服务评价体系、搭建行业交流平台等方面发挥作用。
2021-06-02	中国银保监会发布《关于规范保险公司城市定制型商业医疗保险业务的通知》	通知主要内容如下：一是强化依法合规。要求保险公司按照商业保险经营规律和市场化原则，科学合理制定保障方案。规范业务开展，提高管理服务效率和风险控制能力。二是压实主体责任。总公司对开展定制医疗保险业务负管理责任，须审核保障方案和承保产品，加强统一管理，规范业务流程，完善内部问责机制。三是明确监管要求。加大日常监管力度，对低价恶性竞争、虚假宣传等违规行为重点查处，维护市场秩序，保障业务平稳运行。四是加强行业自律。鼓励行业协会发挥自律组织作用，积极参与属地保障方案拟定，探索建立定制医疗保险服务规范，搭建行业交流平台。
2021-08-04	中国保险行业协会发布《中国保险行业协会新能源汽车商业保险专属条款（2021 版征求意见稿）》	从保险责任、责任免除、责任限额、赔偿处理、附加险等方面对新能源车险进行统一规范。《专属条款》涉及条款分为主险、附加险。主险包括新能源汽车损失保险、新能源汽车第三者责任保险、新能源汽车车上人员责任保险三个独立险种。附加险不能独立投保。
2021-08-26	中国银保监会发布新修订的《财产保险公司保险条款和保险费率管理办法》	一是对财产保险公司保险产品监管体制机制进行完善。二是进一步规范财产保险公司条款开发和费率厘定行为。三是规范公司保险条款费率报送行为。四是强化条款费率监督管理，明确条款费率直接责任人及其违规处理，并对公司产品管理工作提出要求。五是发挥相关协会行业自律作用。六是根据近年来保险市场和产品监管最新情况和变化，修订完善相关内容。

2021-10-22	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》	通知主要内容如下：一是明确互联网人身保险业务经营条件。满足偿付能力充足、综合评级良好、准备金提取充分、公司治理合格相关要求的保险公司，可以在全国范围内开展互联网人身保险业务。二是实施互联网人身保险业务专属管理。明确保险公司可通过互联网开展的人身保险业务范围，细化互联网人身保险产品开发规则，加强互联网渠道经营行为监管。重点解决互联网人身保险产品定价不科学、宣传销售不适当、管理服务不到位等问题。三是加强和改进互联网人身保险业务监管。首次实施分渠道定价回溯监管，建立登记披露机制，探索问题产品事后处置机制。
2021-12-10	中国银保监会发布《保险资产管理公司管理规定（征求意见稿）》	一是明确机构功能定位。二是强化关键岗位管理。三是全面增补制度空白。四是引导发挥监督合力。一方面，不再限制外资保险公司持有保险资产管理公司股份的比例上限。另一方面，设置境内外股东统一适用的股东资质条件，不因境内外差异而作出区别对待。
2021-12-24	中国银保监会发布《关于规范和促进养老保险机构发展的通知》	主要内容如下：一是养老保险机构应当坚持专业性养老保险经营机构的发展定位，聚焦商业养老保险、企业（职业）年金基金管理、养老保障管理等具备养老属性的业务领域，积极参与第三支柱养老保险建设。二是养老保险机构应当以实现高质量发展为目标，积极探索适合我国国情的养老金融发展模式。三是鼓励养老保险公司发展安全性高、保障性强、满足长期或终身领取需求的商业养老年金保险以及其他具有一定长期积累养老金功能的商业保险。四是养老保险机构原则上不得经营保险资产管理业务，包括受托管理保险资金和开展保险资产管理产品业务等。五是养老保险机构应当按照平稳有序、维护客户合法权益的基本原则，持续压降清理现有个人养老保障管理产品。

资料来源：中国银保监会，中国保险业协会，中国银河证券研究院整理

## 六、投资建议

开门红启动延迟、险企代理人队伍转型成效短期难以显现，叠加 2021Q1 高基数，2022 年开门红承压，寿险改善仍需时日。车险综改影响逐渐消退，产险持续回暖，拐点显现。当前价格对应 2021 年保险板块 P/EV 在 0.43X-0.7X 之间，估值处于历史低位，建议关注配置价值。个股方面，我们持续推荐中国太保(601601.SH)、中国平安(601318.SH)。

## 七、风险提示

长端利率曲线持续下移的风险；保险产品销售不及预期的风险。

## 八、附录

### 图表目录

图 1: 2021 年初至今保险板块股价表现 .....	4
图 2: 各板块及沪深 300 指数年初至今涨跌幅 .....	4
图 3: 保险板块 P/EV 估值情况 .....	5
图 4: 上市险企 P/EV 变化情况 .....	5
图 5: 2020 年以来保险板块市值占比变化 .....	5
图 6: 行业累计保费收入及增速 .....	6
图 7: 人身险保费收入及增速 .....	6
图 8: 上市险企寿险保费收入及增速 .....	7
图 9: 上市险企新单保费收入 .....	7
图 10: 上市险企新单保费增速 .....	8
图 11: 上市险企新业务价值及增速 .....	8
图 12: 居民消费支出情况 .....	9
图 13: 互联网保险收入及其占比 .....	9
图 14: 互联网人身保险保费收入及同比增速 .....	10
图 15: 2016-2020 年保险公司官网投保客户量变化情况图 .....	10
图 16: 上市险企代理人规模 .....	11
图 17: 上市险企代理人规模增速 .....	11
图 18: 产险保费收入及同比情况 .....	12
图 19: 车险保费收入及同比增速 .....	12
图 20: 上市险企产险保费收入及增速情况 .....	13
图 21: 上市险企车险占比 .....	13
图 22: 上市险企非车险占比 .....	14
图 23: 上市险企产险综合成本率 .....	14
图 24: 保险资产规模及增速 .....	15
图 25: 保险资金运用结构 .....	15
图 26: 10 年期国债收益率及 750 天移动平均线 .....	16

### 表格目录

表 1: 近期保险行业监管政策梳理 .....	18
-------------------------	----

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

武平平：金融行业分析师，中国人民大学经济学博士。2015年加入中国银河证券研究院，从事行业研究工作，证券从业6年。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦15层

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn