

保险 II

2022 年 08 月 03 日

财险高景气度有望维持，关注寿险先行指标实动率

——保险板块复盘暨 2022 年中报前瞻

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

吕晨雨（联系人）

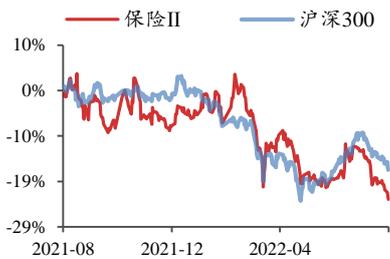
gaochao1@kysec.cn

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

《对资负两端长期影响有限，头部险企或更具优势——“险中取胜”行业系列深度报告之四：解读偿二代二期》-2022.8.2

《规范销售行为，改善行业形象，保护消费者权益——保险销售行为管理办法征求意见稿点评》-2022.7.20

《寿险 2022H1 新单价值承压，财险景气度有望持续——上市保险公司 6 月保费收入数据点评》-2022.7.16

● 短期关注资产端边际改善，下半年观察月度环比以及开门红预期博弈

我国新冠疫情随着精准防控，虽然各地偶有散发，但整体已步入合理防控区间，宏观经济或随疫情管控良好逐步修复，带动资产端边际改善。长期看，寿险行业转型进展仍需观察，2022 年下半年或有转型效果初步展现，实动率或为先行指标，人均产能将作为效果指标进行后验。我们预计 2022 年下半年受基数、转型效果微显等原因 NBV 同比降幅或有所收敛，但收敛幅度或较小，环比上半年改善可能性较低，全年改善预计较小，部分改革领先险企下半年 NBV 同比改善幅度或超预期。预计 2022H1 各家上市险企 NBV 同比分别为中国人寿-11.4%、中国平安-27.5%、中国太保-44.1%、新华保险-29.3%，中国财险受投资收益拖累归母净利润同比-5.7%。2023 年开门红预期或受 2022 年基数及转型效果显现成为市场关注重点。总体看，财险方面我们推荐车险景气度逐步复苏以及非车险保持高增带动的中国财险，寿险方面推荐转型具有确定时间表的中国平安、转型决心、力度大且具有转型成功经验的中国太保。

● 复盘：2020 年至今，保险股整体承压，仍有超额收益区间

自 2020 年起，截至 2022 年 7 月 27 日，保险指数累计收益率-47.9%、沪深 300 指数累计收益率+1.8%，保险指数跑输沪深 300 指数 49.6%。我们对 2020 年以来保险股进行复盘，发现保险股仍有 3 段可获得超额收益的区间，我们认为主要驱动因素为（1）资产端长端利率上行、权益市场表现良好；（2）疫情得到有效控制，负债端保险线下展业预期有所提升；（3）保险股估值创历史新低，市场风格切换带来的短期估值修复。同样，在保险指数跑输沪深 300 指数时，主要影响因素为（1）资产端长端利率下行，权益市场表现承压，以及地产链条风险暴露；（2）负债端受疫情冲击、惠民保上市影响，实际 NBV 同比数据低于预期。

● 2022 年上半年回顾：财险板块表现较好，多数寿险公司跑输沪深 300 指数

截至 2022 年 7 月 27 日，2022 年沪深 300 指数下跌 14.1%，A 股上市险企中，中国人保、中国人寿跑赢沪深 300 指数，中国平安、中国太保、新华保险跑输沪深 300 指数。预计差异主要系财险板块表现较好以及部分险企资产端弹性较大，受权益市场波动影响导致。短期看，部分地区受疫情影响拖累线下展业，同时，受 2022H1 权益市场波动以及理财产品净值化影响，储蓄型保险产品需求得到激发，预计储蓄型产品规模及占比均有所提升，但受制于储蓄型产品原有 NBV 贡献占比较低，负债端整体仍承压。车险综改实施整一年后，车险保费同比进入上行区间，景气度不断提升，但受到局部地区新冠疫情反弹，乘用车销量同比于 2022 年 3-5 月连续 3 月负增长。随着疫情得到有效管控，乘用车销量于 2022 年 6 月转正，带动车险同比明显改善。非车险中，意健险持续高增，2022H1 中国财险意健险保费同比+14.7%、平安财险意健险保费同比+26.5%，预计系互联网低件均医疗险以及大病保险、惠民保等具有社会保障型险种带动。

● **风险提示：**长端利率超预期下行；疫情反复限制线下活动。

目录

1、 复盘：寿险转型股价承压，财险短期迎来改善.....	3
1.1、 2020 年至今，保险股整体承压，但仍有超额收益区间.....	3
1.2、 2022 年上半年回顾：财险板块表现较好，多数寿险公司跑输沪深 300.....	5
2、 展望：2022 年中报前瞻.....	12
3、 风险提示.....	15

图表目录

图 1： 截至 2022 年 7 月 27 日，保险指数相对沪深 300 跑输 49.6%.....	3
图 2： 上市险企静态 PEV 估值处于历史低位.....	5
图 3： 10 年期国债收益率自 2021 年 6 月以来持续低于 3%，当前围绕 2.8%附近震荡.....	5
图 4： 年初至今 A 股上市险企中中国人寿、中国人寿跑赢沪深 300 指数.....	6
图 5： 行业 2019 年人力规模达到顶峰，随后呈下降趋势.....	7
图 6： 寿险保费收入同比与健康险保费收入同比差距逐渐缩窄.....	7
图 7： 行业 2019 年人力规模达到顶峰，随后呈下降趋势.....	8
图 8： 车险、意健险、农险 2022 年保费收入保持增长.....	8
图 9： 2022 年上半年权益市场表现较弱.....	9
图 10： 2022 年上半年长端利率围绕 2.8%附近波动.....	9
图 11： 2021 年我国非寿险保险深度为 1.9%，较部分海外发达市场仍有一定差距.....	12
图 12： 2021 年我国非寿险保险密度为 229 美元，较部分海外发达市场有一定差距.....	13
图 13： 近 5 年保险股估值呈下行趋势.....	14
图 14： 保险股持仓逐渐走低.....	14
图 15： 保险股持仓逐渐走低.....	14
表 1： 2020 年以来，我们将保险指数跑赢沪深 300 指数的区间划分为 3 个.....	4
表 2： 2020 年以来上市险企 NBV 同比承压.....	4
表 3： 连续两年看，中国人寿、中国平安 2022Q1 NBV 变化幅度表现接近.....	7
表 4： 2022 年上半年个人养老金顶层设计出炉，保险销售行为管理办法正式征求意见.....	9
表 5： 个人养老金账户可用于购买银行理财、储蓄存款、商业养老保险以及公募基金.....	10
表 6： 《保险销售行为管理办法（征求意见稿）》对产品、人员分级，销售可回溯等销售过程做出要求.....	11
表 7： 我们预计上市险企 2022H1 NBV 同比降幅将较 2022Q1 有所收敛.....	13
表 8： 2022H1 中国财险保费表现较好，归母净利润或同比承压.....	13
表 9： 上市险企静态 PEV 估值处于历史低位.....	14
表 10： 保险股当前股息率在沪深 300 中排名较靠前.....	14
表 11： 受益标的估值表-寿险.....	15
表 12： 受益标的估值表-财险.....	15

1、复盘：寿险转型股价承压，财险短期迎来改善

1.1、2020 年至今，保险股整体承压，但仍有超额收益区间

自 2020 年起，截至 2022 年 7 月 27 日，保险指数累计收益率-47.9%、沪深 300 指数累计收益率+1.8%，保险指数跑输沪深 300 指数 49.6%，保险股 PEV 估值当前处于历史低位。同时，我们对 2020 年以来保险股进行复盘，发现保险股仍有 3 段可获得超额收益的区间：

● 超额收益区间：

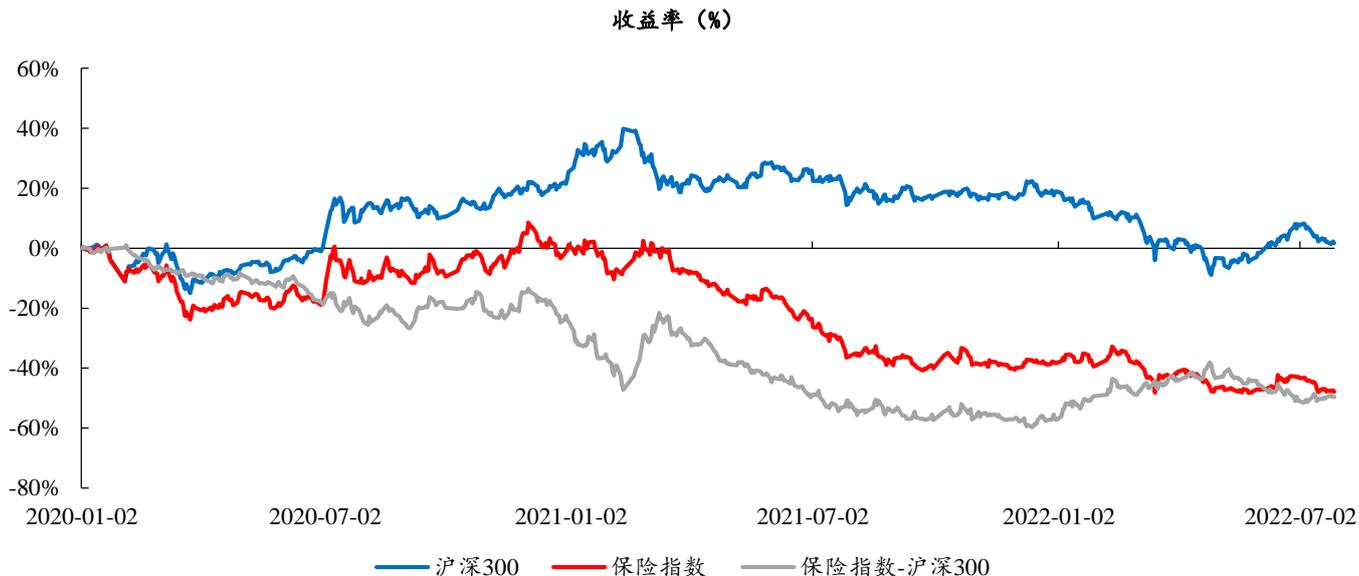
2020 年以来，保险指数跑赢沪深 300 指数区间共计 3 段，分别为：

2020 年 6 月 29 日-2020 年 12 月 1 日（超额收益+10.5%）；

2021 年 2 月 3 日-2021 年 3 月 3 日（超额收益+14.1%）；

2021 年 9 月 22 日-2022 年 2 月 11 日（超额收益+18.2%）；

图1：截至 2022 年 7 月 27 日，保险指数相对沪深 300 跑输 49.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们认为主要驱动因素为（1）资产端长端利率上行、权益市场表现良好；（2）疫情得到有效控制，负债端保险线下展业预期有所提升；（3）保险股估值创历史新低，市场风格切换带来的短期估值修复。

同样，在保险指数跑输沪深 300 指数时，主要影响因素为（1）资产端长端利率下行，权益市场表现承压，以及地产链条风险暴露；（2）负债端受疫情冲击、惠民保上市影响，实际 NBV 同比数据低于预期。

表1：2020年以来，我们将保险指数跑赢沪深300指数的区间划分为3个

时间区间/ 区间收益率	10年期国债 收益率变动 (%)	沪深 300	保险 指数	中国 人寿	中国 平安	中国 太保	新华 保险	中国 人保	行情驱动因素	保险股超 额收益
2020年6月 29日-2020 年12月1日	0.4221	23.3%	33.8%	58.5%	31.5%	46.9%	41.7%	12.2%	资产端利率及权益市场情绪 短期明显回暖，保险股估值随 市场快速回升，负债端表现相 对强劲险企股价明显跑赢同 业	10.5%
2021年2月3 日-2021年3 月3日	-0.4887	-0.6%	13.5%	-3.4%	13.3%	23.9%	15.4%	4.6%	重疾险定义切换叠加开门红 准备提前，带动负债端表现超 预期	14.1%
2021年9月 22日-2022 年2月11日	-0.0748	-4.6%	13.6%	6.5%	16.3%	8.0%	1.5%	-4.3%	资产端利率下行、权益市场表 现无明显改善，负债端预期较 低，保险股PEV估值处于历 史低位，短期市场风格切换， 保险股估值短期修复	18.2%

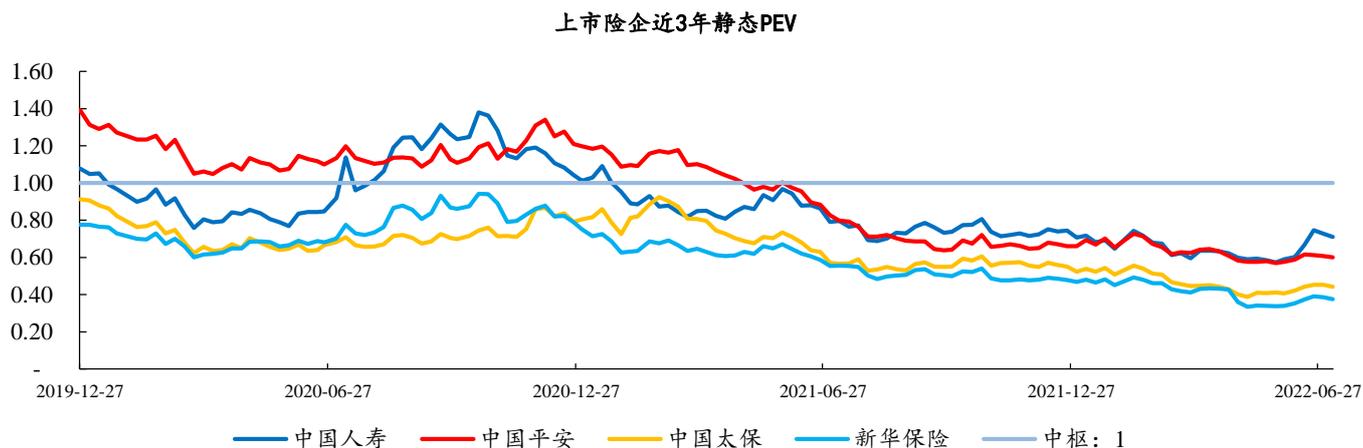
数据来源：Wind、银保监会、开源证券研究所

表2：2020年以来上市险企NBV同比承压

新业务价值 YOY	2020Q1	2020H1	2020Q3	2020A	2021Q1	2021H1	2021Q3	2021A	2022Q1
中国人寿	8.3%	6.7%	2.7%	-0.6%	-13.2%	-19.0%	-19.6%	-23.3%	-14.3%
中国平安	-24%	-24%	-27%	-35%	15%	-11.7%	-17.8%	-23.6%	-33.7%
中国太保	-	-25%	-	-27%	-	-8.9%	-	-24.8%	-
新华保险	-	-11.4%	-	-6.1%	-	-21.7%	-	-34.9%	-
中国人保	-	-15%	-	-10%	-	-12.1%	-	-34.9%	-

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

资负两端承压，保险股估值处于历史低位。长端利率受疫情拖累海内外宏观经济影响，自2020年以来呈现下降趋势，由于险资投资资产中50%-70%配置于债权类资产，长端利率下行将带来债权类资产新增配置以及再配置的预期投资收益率下降，利差空间缩窄，对未来盈利能力产生一定负面压力。同时，地产产业链链条风险于2021年1月暴露，险企部分不动产行业投资安全性受到关注。负债端方面，受到行业转型、新冠疫情冲击供需两端以及惠民保快速普及影响，新业务价值同比连续3年承压，而负债端改善预期市场仍有分歧，资负两端承压导致保险股静态PEV估值创历史新低，当前处于历史低位。

图2：上市险企静态 PEV 估值处于历史低位


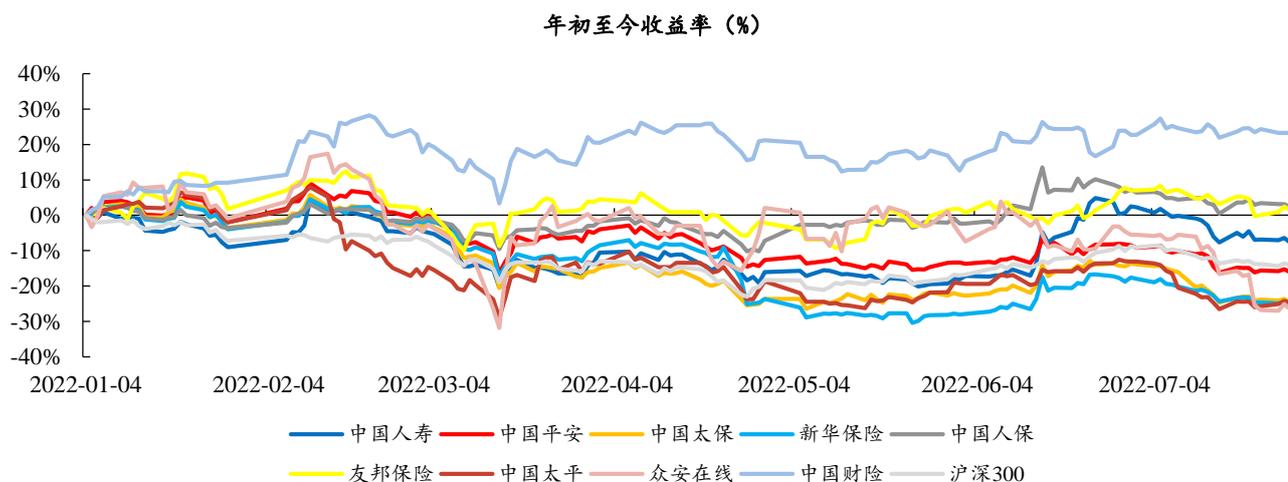
数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

图3：10年期国债收益率自2021年6月以来持续低于3%，当前围绕2.8%附近震荡


数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

1.2、2022年上半年回顾：财险板块表现较好，多数寿险公司跑输沪深300

财险板块表现较好，多数寿险公司跑输沪深300指数。截至2022年7月27日，2022年沪深300指数下跌14.1%，A股上市险企中，中国人寿、中国人保分别跑赢沪深300指数16.1pct、6.4pct，中国平安、中国太保、新华保险分别跑输沪深300指数2.0pct、10.6pct、11.7pct。预计差异主要系财险板块表现较好以及部分险企资产端弹性较大，受权益市场波动影响导致。

图4：年初至今 A 股上市险企中中国人寿、中国人寿跑赢沪深 300 指数


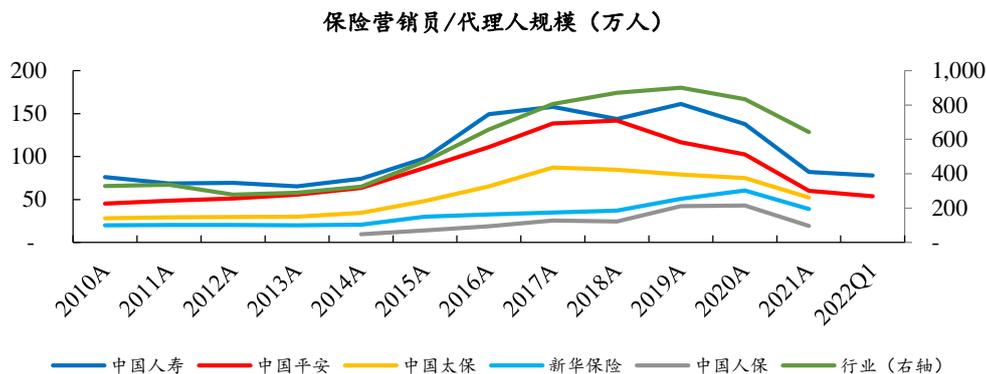
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：数据截至 2022 年 7 月 27 日。

行业负债端转型持续推进，需求端保障型产品短期难言改善。受行业负债端供给侧转型持续推进影响，部分头部险企于 2018 年推动转型，行业代理人规模自 2019 年呈下降趋势，2022 年初延续下降趋势，2022Q1 末代理人规模中国人寿 78 万人、中国平安 53.8 万人，分别环比-4.9%、-10.4%，环比降幅较 2021Q4 有所收窄，但考虑到行业落后产能仍需出清，供给结构仍需调整，我们预计 2022Q2 仍将延续下降趋势。需求侧方面，新冠疫情持续拖累居民未来收入预期、城市定制型商业医疗保险满足居民基本医疗费用补充报销需求、2021 年 1 月重疾定义切换带动居民重疾需求集中释放以及浅层保障需求被过饱和的落后产能供给超量覆盖，多种因素影响导致保障产品需求持续减弱。

短期看，储蓄型产品表现较好，整体 NBV 同比或仍承压。受供需两侧走弱拖累，2022 年上半年行业负债端 NBV 同比预计仍将承压。短期看，部分地区受疫情影响拖累线下展业，同时，受 2022H1 权益市场波动以及理财产品净值化影响，具有保底及固定收益特征的储蓄型保险产品需求得到激发，预计储蓄型产品规模及占比均有所提升，提振负债端表现，但受制于储蓄型产品原有 NBV 贡献占比较低，负债端整体仍承压。连续两年看，中国人寿、中国平安 2022Q1 与 2020Q1 相比分别变化-25.6%、-23.5%，预计其他上市同业变化幅度趋势接近，后续或随基数较低有所改善。

图5：行业 2019 年人力规模达到顶峰，随后呈下降趋势



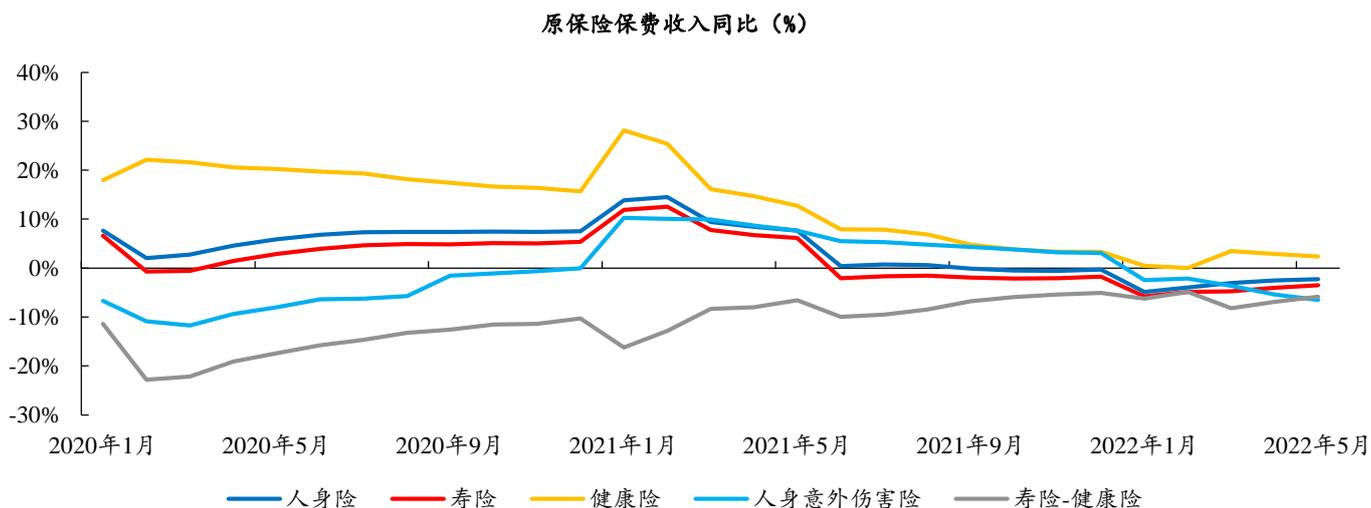
数据来源：银保监会、各公司公司、开源证券研究所

表3：连续两年看，中国人寿、中国平安 2022Q1 NBV 变化幅度表现接近

NBV YOY	2019A	2020Q1	2020H1	2020Q3	2020A	2021Q1	2021H1	2021Q3	2021A	2022Q1	(2021A/ 2019A) -1	(2022Q1/ 2020Q1) -1
中国人寿	18.6%	8.3%	6.7%	2.7%	-0.6%	-13.2%	-19.0%	-19.6%	-23.3%	-14.3%	-23.7%	-25.6%
中国平安	5.1%	-24.0%	-24.4%	-27.1%	-34.7%	15.4%	-11.7%	-17.8%	-23.6%	-33.7%	-50.1%	-23.5%
中国太保	-9.3%		-24.8%		-27.5%		-8.9%		-24.8%		-45.5%	
新华保险	-19.9%		-11.4%		-6.1%		-21.7%		-34.9%		-38.8%	
中国人保	8.8%		-15.3%		-9.7%		-12.1%		-34.9%		-41.2%	

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图6：寿险保费收入同比与健康险保费收入同比差距逐渐缩窄



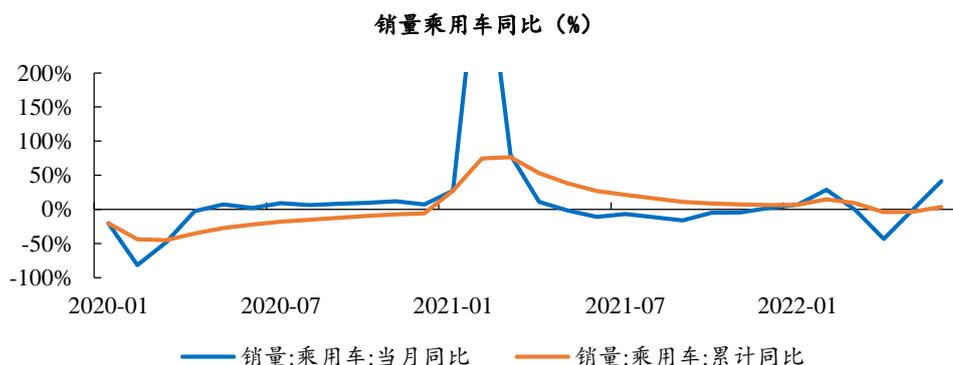
数据来源：银保监会、开源证券研究所

注：人身险包含寿险、健康险及人身意外伤害险。

车险经历过山车，非车险高增，财险景气度有望维持。2021年9月19日，车险综改实施整一年，随后车险保费同比进入上行区间，景气度不断提升，但受到局部地区新冠疫情反弹，经济活动及新车生产、运输、销售、交付受到一定程度影响，

乘用车销量同比于2022年3-5月连续3月负增长。随着疫情得到有效管控，乘用车销量于2022年6月转正，带动车险同比明显改善。非车险中，意健险持续高增，2022H1中国财险意健险保费同比+14.7%、平安财险意健险保费同比+26.5%，预计系互联网低件均医疗险以及大病保险、惠民保等具有社会保障型险种带动。同时，2022年2月国务院发布了《关于做好2022年全面推进乡村振兴重点工作的意见》，强调2022年要实现三大粮食作物完全成本保险和种植收入保险主产省产粮大县全覆盖，农险继续实现快速增长，2022年前5月农险保费同比+24.8%，中国财险2022H1农险保费同比+24.2%。车险未来或随财政部及各地汽车消费刺激政策带动维持高景气度，非车险将受到意健险需求释放及农险深化推进带动保持高增，财险景气度有望维持。

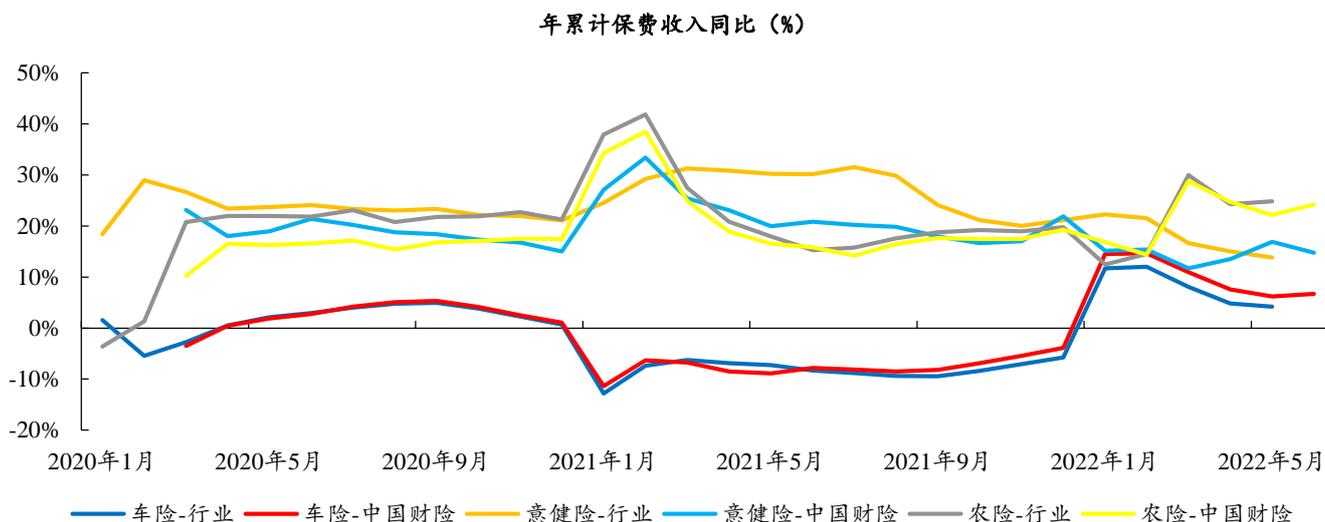
图7：行业2019年人力规模达到顶峰，随后呈下降趋势



数据来源：中汽协、开源证券研究所

注：2021年2月当月同比为+416.9%。

图8：车险、意健险、农险2022年保费收入保持增长

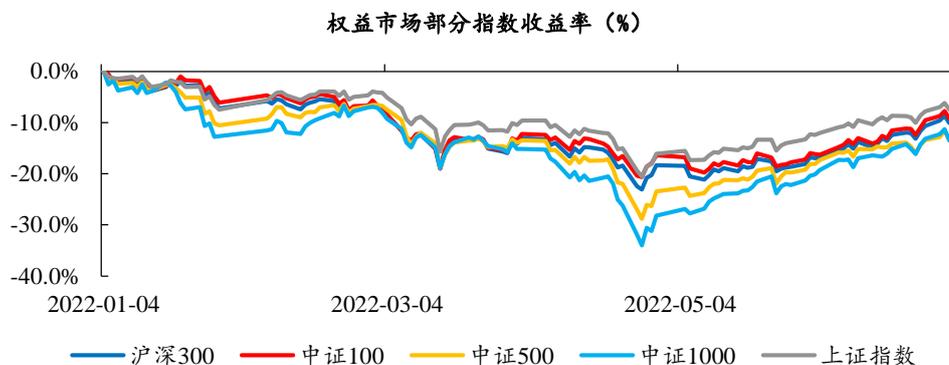


数据来源：银保监会、开源证券研究所

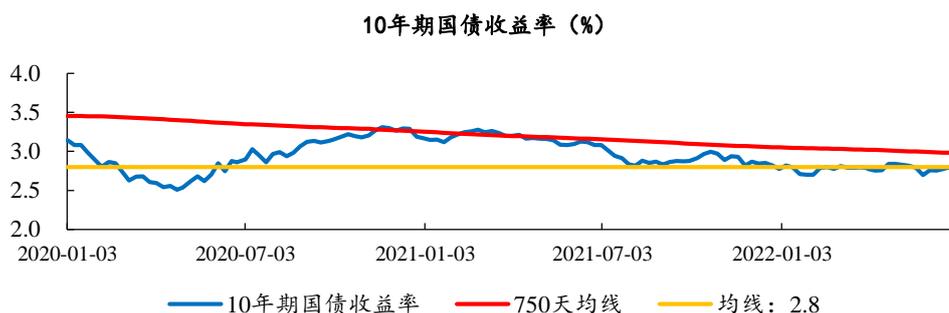
注：人身险包含寿险、健康险及人身意外伤害险。

资产端受权益市场拖累表现较差，长端利率围绕2.8%附近波动。权益方面，受海内外疫情反复、俄乌冲突黑天鹅事件、海外通胀加息等因素影响，权益市场表现相对较弱，截至2022年6月30日，沪深300指数收益率为-8.8%，上证指数收益率为-6.4%，

较 2022 年 3 月 31 日分别收敛 5.3pct、4.0pct，权益市场波动拖累险企投资收益率，或对全年投资收益造成一定影响。固收方面，2022 年 6 月 30 日 10 年期国债收益率 2.8205%，较 2022Q1 末上升 0.0327pct、较 2021A 末上升 0.0451pct，期间最低向下突破 2.7%，险企新增及到期再配置或需把握阶段性利率高点。

图9：2022 年上半年权益市场表现较弱


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2022 年上半年长端利率围绕 2.8%附近波动


数据来源：银保监会、开源证券研究所

严监管趋势未改，关注消费者权益，个人养老金政策打开想象大门。2022 年 7 月 19 日，中国银保监会就《保险销售行为管理办法（征求意见稿）》公开征求意见，《办法》按照保险销售前、中、后行为进行监管，并明确产品、人员分级管理，并要求销售过程可回溯，在严监管的大背景下，银保监会结合行业实际情况进行调整，相较此前版本取消佣金及人员分级中从业年限要求，利于行业长期发展。此外，2022 年 4 月 21 日，国务院印发《关于推动个人养老金发展的意见》，《意见》明确个人养老金以账户制为主体，个人可通过资金账户购买包括商业养老保险在内的四种金融产品，养老保险产品可具有资产保值增值、风险保障等独有特性，且可附加健康、养老等增值服务，头部险企具有试点产品运营以及商业养老保险运营经验，个人养老金政策或将为险企打开想象大门。

表4：2022 年上半年个人养老金顶层设计出炉，保险销售行为管理办法正式征求意见

时间	政策名称	发文单位
2022 年 1 月 20 日	中国银保监会发布《保险公司非现场监管暂行办法》	银保监会
2022 年 1 月 29 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	银保监会

时间	政策名称	发文单位
2022年2月9日	银保监会人身险部下发《人身保险产品信息披露管理办法（征求意见稿）》和《长期人身保险产品信息披露规则（征求意见稿）》	银保监会
2022年2月14日	银保监会下发人身险负面清单 2022	银保监会
2022年2月21日	中国银保监会发布《关于扩大专属商业养老保险试点范围的通知》	银保监会
2022年2月25日	中国银保监会办公厅关于扩大养老理财产品试点范围的通知	银保监会
2022年2月23日	中国银保监会办公厅关于2021年底保险公司销售从业人员执业登记情况的通报	银保监会
2022年4月15日	银保监会下发《人身保险销售行为管理办法（征求意见稿）》至各保险公司	银保监会
2022年4月21日	国务院办公厅关于推动个人养老金发展的意见	国务院
2022年4月25日	银保监会发布《关于进一步丰富人身保险产品供给情况的通报》	银保监会
2022年5月13日	中国银保监会发布《保险资金委托投资管理暂行办法》	银保监会
2022年5月13日	中国银保监会关于保险资金投资有关金融产品的通知	银保监会
2022年5月13日	银保监会：正筹备推出商业养老金管理业务试点	银保监会
2022年5月12日	银保监会拟推出养老储蓄试点	银保监会
2022年5月20日	中国保险业协会代理人能力资质分级规划拟征求意见	中国保险业协会
2022年5月26日	厦门保险业协会：代理人首年佣金不得超过首年保费	厦门保险业协会
2022年6月2日	中国银保监会印发《银行业保险业绿色金融指引》	银保监会
2022年6月9日	关于进一步明确商业健康保险个人所得税优惠政策适用保险产品范围的通知	财政部、税务总局、银保监会
2022年6月14日	人社部 财政部 国家税务总局 银保监会 证监会关于印发《关于推动个人养老金发展的意见》宣传提纲的通知	人社部、财政部、国家税务总局、银保监会、证监会
2022年6月24日	证监会就《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定（征求意见稿）》向社会公开征求意见	证监会
2022年7月8日	《系统重要性保险公司评估办法（征求意见稿）》	银保监会
2022年7月12日	财政部关于印发《商业保险公司绩效评价办法》的通知	财政部
2022年7月19日	中国银保监会就《保险销售行为管理办法（征求意见稿）》公开征求意见	银保监会
2022年7月18日	保险业协会已研究形成《保险销售从业人员销售能力资质分级体系建设规划》	中国保险业协会

资料来源：国务院、财政部、人社部、税务总局、银保监会、证监会、中国保险业协会、开源证券研究所

表5：个人养老金账户可用于购买银行理财、储蓄存款、商业养老保险以及公募基金

政策项目	政策内容
参加范围	参加城镇职工基本养老保险或城乡居民基本养老保险的劳动者
制度模式	个人账户制度：个人缴费，完全积累
个人养老金账户开立	通过个人养老金信息管理服务平台（信息平台）开立
个人养老金账户缴费额度	参加人每年缴费上限 12000 元，适时调整上限
税收政策	国家制定
个人养老金资金账户开立	在符合规定的商业银行指定或开立一个本人唯一的个人养老金资金账户；通过金融产品销售机构指定
个人养老金资金账户变更	经信息平台核验后，将原账户内资金转移至新账户，并注销原账户
个人养老金资金账户用途	用于个人养老金缴费、归集收益、支付和缴纳个人所得税
个人养老金资金账户运行	实行封闭运行，除另有规定外不得提前支取
产品购买	用缴纳的个人养老金在符合规定的金融机构或者其他依法合规委托的销售渠道（统称为金融产品销售机构）购买
可购买产品类型	银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金
个人养老金领取条件	达到领取基本养老金年龄、完全丧失劳动能力、出国（境）定居，或者具有其他符合国家规定的情形

政策项目	政策内容
领取方式	按月、分次或一次性领取，确定后不可修改；由个人养老金资金账户转入本人社会保障卡银行账户
推进模式	部分城市先试行1年，再逐步推开
其他	个人养老金资金账户中的资产可以继承

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

表6：《保险销售行为管理办法（征求意见稿）》对产品、人员分级，销售可回溯等销售过程做出要求

序号	政策条目	具体细则
第十五条	产品分级	保险公司应当建立保险产品分级管理制度，根据产品的结构复杂程度、保费负担水平以及保单利益的风险高低等标准，对本机构的保险产品进行分级
第十六条	销售人员分级	保险公司、保险中介机构在支持行业自律组织发挥平台优势推动保险销售人员销售能力分级工作的基础上，应当建立本机构保险销售能力资质分级管理体系，根据保险销售人员的专业知识、销售能力、诚信水平、品行状况等标准，对所属保险销售人员进行分级，并与保险公司保险产品分级管理制度相衔接，区分销售能力资质实行差别授权，明确所属各等级保险销售人员可以销售的保险产品
第十八条	禁止炒作停售及价格变动	<p>保险公司计划停售某一保险产品或者调整某一保险产品价格的，应当自作出停售或者调整价格的决定后10个工作日内，在官方网站和营业场所向社会发出公告，但保险公司在经审批或者备案费率的费率浮动区间内调整价格的除外。公告内容应当包括停售或者调整价格的保险产品名称、停售或者价格调整的起始时点等信息。</p> <p>前款公告的停售或者调整价格的起始时点经过后，除具有合法合理理由外，保险公司应当按照公告内容停售相应保险产品或者调整相应保险产品价格。</p>
第二十三条	禁止强制搭售和默认勾选	<p>保险公司、保险中介机构及其保险销售人员不得使用强制搭售、信息系统或者网页默认勾选等方式与投保人订立保险合同。</p> <p>前款所称强制搭售是指因保险公司、保险中介机构的原因，致使投保人不能单独就某一个保险产品或者产品组合与保险公司订立保险合同的情形，以及要求投保人在购买某一非保险产品或者服务时，必须同时就特定保险产品订立保险合同的情形</p>
第二十八条	终止投保	<p>保险公司、保险中介机构、保险销售人员在销售保险时，发现投保人具有下列情形之一的，应当建议投保人终止投保：</p> <p>（一）投保人的保险需求与所销售的保险产品明显不符的；</p> <p>（二）投保人持续承担保险费的能力明显不足的；</p> <p>（三）投保人已购买以补偿损失为目的的同类型保险，继续投保属于重复保险或超额保险的。</p> <p>投保人不接受终止投保建议，仍然要求订立保险合同的，保险公司、保险中介机构应当向投保人说明有关风险，并确认销售行为的继续是出于投保人的自身意愿</p>
第三十一条	销售过程可回溯	保险公司、保险中介机构应当按照相关监管制度规定，根据销售方式不同，采取录音、录像、销售页面管理和操作轨迹记录等方式，对保险产品销售行为实施可回溯管理。对可回溯管理过程中产生的视听资料及电子资料，应当做好备份存档
第三十六条	长期险人员变更	<p>保险公司、保险中介机构与保险销售人员解除劳动合同或者委托合同，通过该保险销售人员签订的一年期以上的人身保险合同尚未履行完毕的，保险公司、保险中介机构应当在该保险销售人员的离职手续办理完成后的30日内告知投保人或者被保险人保单状况以及获得后续服务的途径，并明确告知原保险销售人员的离职信息，不因保险销售人员离职损害投保人、被保险人合法权益。</p> <p>保险公司与保险中介机构终止合作，通过该保险中介机构签订的一年期以上的人身保险合同尚未履行完毕的，保险公司应当在与该保险中介机构终止合作后的30日内告知投保人或者被保险人保单状况以及获得后续服务的途径，并明确告知与该保险中介机构终止合作的信息，不因终止合作损害投保人、被保险人合法权益。</p> <p>保险销售人员因工作岗位变动无法继续提供服务的，适用上述条款。</p>

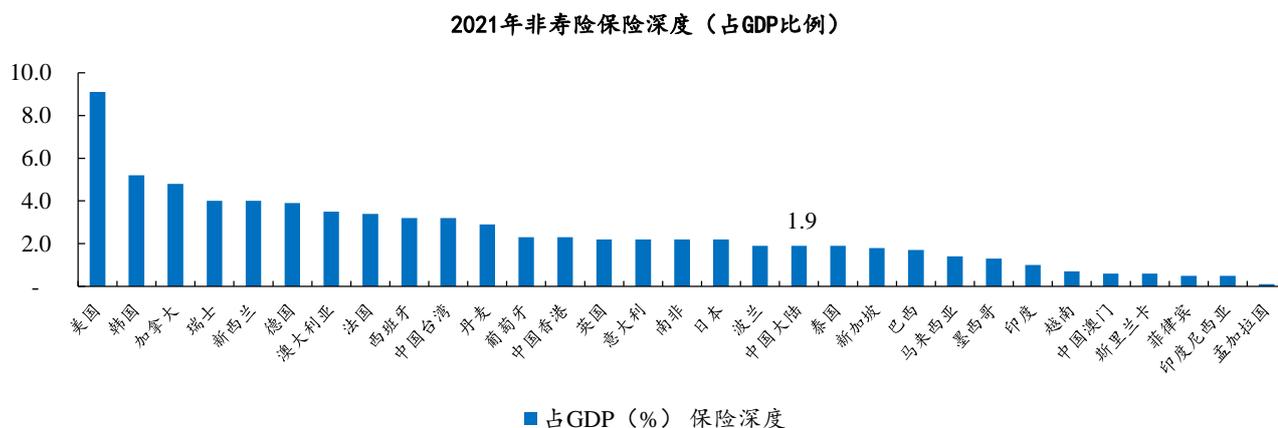
资料来源：银保监会、开源证券研究所

2、展望：2022 年中报前瞻

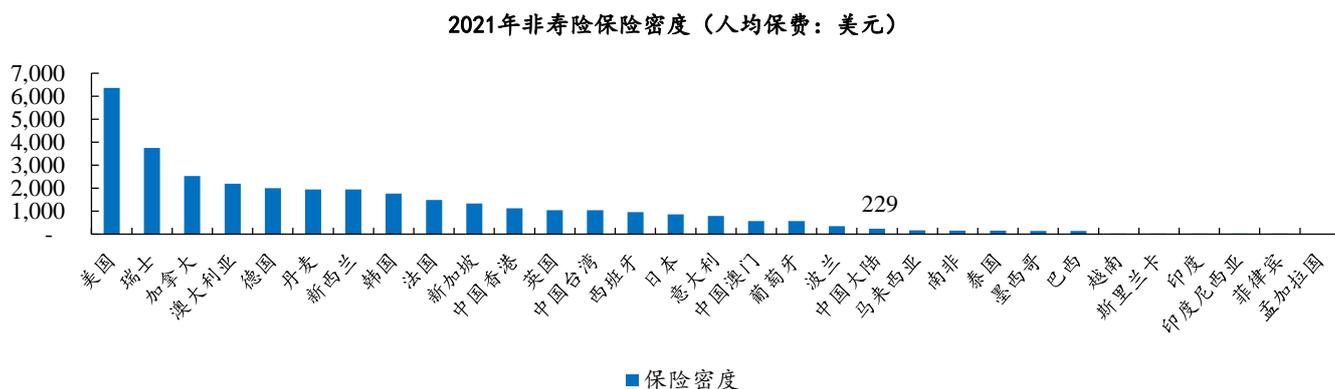
寿险静待产能结构转型改善，财险发展空间仍然较大。长期看，随着寿险负债端落后产能随行业转型逐渐出清，行业供给需求或出现结构性改善，保障型产品需求或逐渐得到激发，后续需观察实动率（先行）、人均产能（后验）指标改善情况。实动率提升具有团队氛围、团队质量以及队伍收入提升的隐含意义，在转型中后期队伍基数影响消退后，稳定或环比上升的实动率或将成为队伍质态改善的先行指标。我们预计 2022 年下半年上市险企人力规模仍将在落后产能出清的背景下下行，幅度或低于 2021 年同期，实动率改善幅度高于人力降幅险企或领跑行业转型进度，2022 年下半年转型效果或微显。同时，个人养老金顶层方案出台后，商业保险公司有望通过产品特性以及“保险+”服务获得一定市场份额。

财险方面，2021 年底，我国机动车保有量已经达到 3.95 亿辆，随着宏观经济发展以及汽车销售走强，车险仍将作为主力拉动财险业务发展，同时，我国财险市场仍有较大发展空间，2021 年保险深度、保险密度分别为 1.9%、229 美元，相对于海外发达市场如美国的 9.1%、6356 美元仍有较大差距。非车险中意健险、农险、责任险、信用险发展仍处初期，具有一定发展潜力，或成为车险外的增长动力。

图11：2021 年我国非寿险保险深度为 1.9%，较部分海外发达市场仍有一定差距



数据来源：瑞再、开源证券研究所

图12：2021年我国非寿险保险密度为229美元，较部分海外发达市场有一定差距


数据来源：瑞再、开源证券研究所

2022H1 NBV 同比降幅或较 2022Q1 有所收敛。短期看，受到疫情、行业转型、惠民保冲击保障需求等因素影响，我们预计上市险企 2022H1 NBV 同比降幅将较 2022Q1 有所收敛，全年或受基数影响进一步收敛，2022H1 NBV 同比分别为：中国人寿-11.4%、中国平安-27.5%、中国太保-44.1%、新华保险-29.3%。全年视角看，若部分险企转型效果微显，月度价值环比稳住，全年 NBV 同比收敛或明显优于此前预期。

表7：我们预计上市险企 2022H1 NBV 同比降幅将较 2022Q1 有所收敛

上市险企（百万元）	2022Q1NBV	同比	2022H1 预计 NBV	同比	2022ENBV	同比
中国人寿	-	-14.3%	26,455	-11.4%	40,700	-9.11%
中国平安	12,589	-33.7%	19,844	-27.5%	30,810	-18.70%
中国太保	-	-	5,721	-44.1%	10,080	-24.84%
新华保险	-	-	2,890	-29.3%	4,860	-18.73%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2022H1 保费保持较高增长，投资收益拖累归母净利润。根据中国财险披露保费数据，上半年保费收入预计 1288 亿元、同比+9.9%，受权益市场波动影响，投资收益有所拖累，我们预计中国财险 2022H1 规模净利润 155.6 亿元、同比-5.7%。

表8：2022H1 中国财险保费表现较好，归母净利润或同比承压

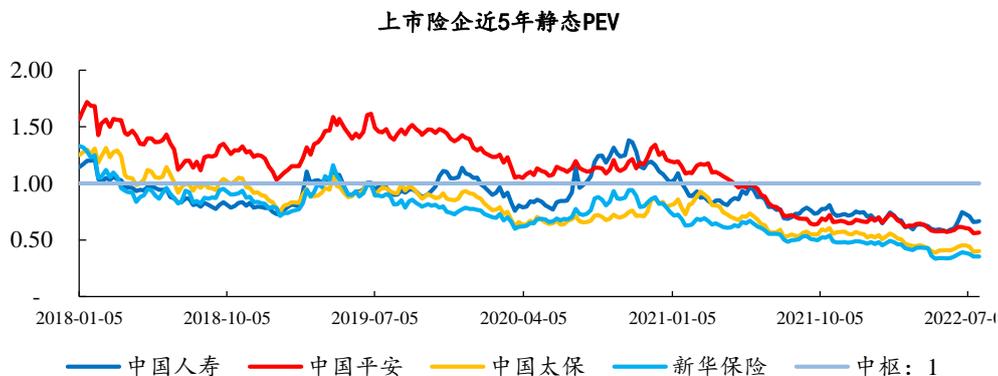
中国财险（百万元）	2022H1 预计	2022E
保费收入	128,808	513,564
同比	9.9%	14.2%
归母净利润	15,560	28,718
同比	-5.7%	28.4%
综合成本率	-97.3%	-98.4%

数据来源：中国财险公司公告、开源证券研究所

估值、持仓历史双低，股息率较高，保险股当前具备一定性价比。截至 2022 年 7 月 26 日，保险股估值处于历史低位，均位于 10 分位以下，具有较厚安全垫。机构持仓层面看，2022Q2 末主动性基金重仓股中保险板块占比仅 0.3%，相对 A 股低配 1.9%，中国平安持仓占比 0.21%，季度环比持平，中国太保持仓占比 0.07%，季度环比上升

0.03pct，持仓较低，处于相对左侧，交易拥挤度相对较低。同时，保险股息率相对较高，沪深300中排名相对靠前，具有一定性价比。

图13：近5年保险股估值呈下行趋势



数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

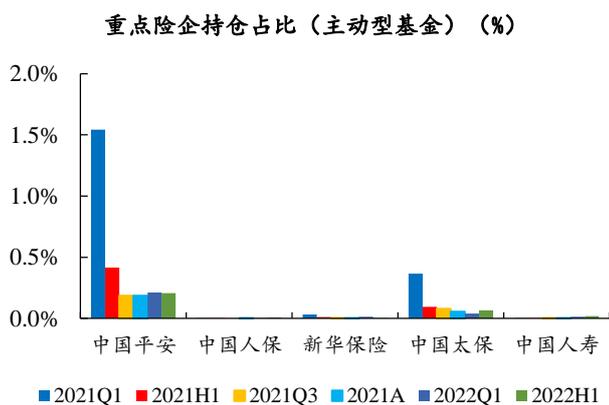
表9：上市险企静态 PEV 估值处于历史低位

上市险企	当前静态 PEV	EVPS (人民币元)	近5年历史中位数	当前所处 历史分位数 (5年)	当前/中位-1 (5年)
中国人寿	0.67	42.56	0.90	6.6%	-26%
中国平安	0.57	76.34	1.20	0.7%	-53%
中国太保	0.40	51.80	0.83	1.5%	-52%
新华保险	0.36	82.97	0.79	2.7%	-55%

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

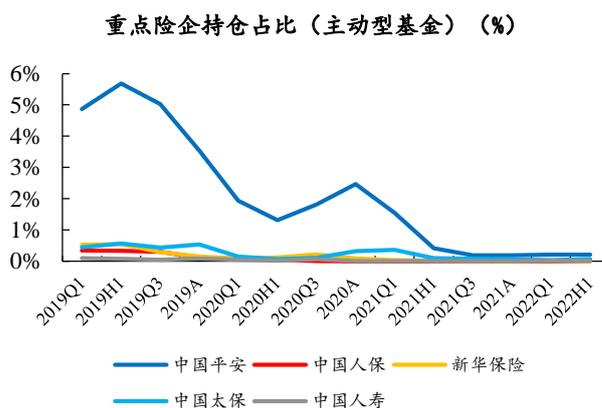
注：数据截至2022年7月26日。

图14：保险股持仓逐渐走低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：保险股持仓逐渐走低



数据来源：Wind、开源证券研究所

表10：保险股当前股息率在沪深300中排名较靠前

上市险企	股息率 (%)	沪深300中排名
中国人寿	2.29	104
中国平安	5.51	26

上市险企	股息率 (%)	沪深 300 中排名
中国太保	4.81	39
新华保险	4.88	38
中国人保	3.37	66

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：数据截至 2022 年 7 月 26 日。

短期关注资产端边际改善，下半年观察月度环比以及开门红预期博弈。我国新冠疫情随着精准防控，虽然各地偶有散发，但整体已步入合理防控区间，宏观经济或随疫情管控良好逐步修复，带动资产端边际改善。长期看，寿险行业转型进展仍需观察，2022 年下半年或有转型效果初步展现，实动率或为先行指标，人均产能将作为效果指标进行后验。我们预计 2022 年下半年受基数、转型效果微显等原因 NBV 同比降幅或有所收敛，但收敛幅度或较小，环比上半年改善可能性较低，全年改善预计较小。同时，2023 年开门红预期或受 2022 年基数及转型效果显现成为市场关注重点。总体看，财险方面我们推荐车险景气度逐步复苏以及非车险保持高增带动的中国财险，寿险方面推荐转型具有确定时间表的中国平安、转型决心、力度大且具有转型成功经验的中国太保。

表11：受益标的估值表-寿险

当前股价及评级表			EVPS				PEV			BVPS		PB		评级
证券代码	证券简称	2022/8/3	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2021A	2022E		
601318.SH	中国平安	40.83	76.34	85.50	94.84	0.53	0.48	0.43	44.44	51.21	0.92	0.80	买入	
601601.SH	中国太保	19.20	51.80	57.02	63.76	0.37	0.34	0.30	23.57	25.26	0.81	0.76	买入	

数据来源：Wind、开源证券研究所

表12：受益标的估值表-财险

当前股价及评级表			EPS				PE			BPS		PB		评级
证券代码	证券简称	2022/8/3	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2021A	2022E		
2328.HK	中国财险	7.67	1.23	1.37	1.57	6.24	5.60	4.89	11.16	11.64	0.69	0.66	买入	

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上表数据单位为港元。

3、风险提示

长端利率长预期下行；疫情反复限制线下活动。

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

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

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

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