

保险业 2022 年中期策略暨 7 月投资策略

财险基本面向好，寿险估值修复

核心观点

投资建议：对保险行业维持超配评级

中国财险：基本面向好，利好因素持续。5月车险累计保费的同比增速为6.2%，预计全年5-10个百分点左右，且在多个有利因素的影响下，有望实现大个位数。总保费增速预计是大个位数，但仍可能冲刺10%。同时，预计全年能实现97%的综合成本率。大灾方面，今年到目前为止跟去年差不多。上半年影响不大。关键还是在下半年，特别是7、8、9三个月。

综合以上，再考虑到多个长期利好因素，包括竞争格局、汽车消费和车均保费等，中国财险的ROE有望冲刺12%，PB有望达到1倍，我们对其维持买入评级，维持目标价9.6-11.7元港币。

寿险行业：我们认为寿险目前主要适用于资产端利好下的估值修复逻辑，而销售业绩有望逐渐平稳。当前，中国平安、中国人寿、中国太保和新华保险对应2022年的PEV估值分别为0.57、0.62、0.41和0.36，主要是受到2021年地产资产风险大幅上升的影响，估值水平创下历史新低。而下半年稳增长政策有望加大力度，以降低资产端风险，修复寿险企业估值。

从业绩上看，一季度股票资产表现欠佳，中国平安、中国人寿、中国太保和新华保险的归母净利润同比增速分别为-24.1%、-46.9%、-36.4%和-78.7%，其中中国平安和中国人寿新业务价值增速分别约-34%和-14%，上半年业务趋势仍然不佳。但鉴于平安和国寿的代理人规模皆降至2015年之前的水平（重疾险放量之前），分别为54万（74万）和78万（64万），我们认为寿险企业负债端压力将逐步缓和，环比改善，同时下半年的新业务价值基数较低，预计环比改善力度或更加明显，但总体人力趋势仍向下。

表现回顾：受益于稳增长政策，近期保险相对收益更加显著

受益于国内稳增长政策持续发力，6月保险行业的相对收益更加显著：6月A股方面，沪深300上涨9.62%，中国平安5.63%，中国人寿25.07%，中国太保10.73%，新华保险14.15%，中国人保8.12%。

同期，H股表现也较好，恒生指数上涨2.08%，中国财险7.09%，中国平安6.06%，中国人寿13.46%，中国太保4.47%，新华保险7.30%，友邦保险5.13%，中国人保-2.83%，众安在线-2.85%。

风险提示：宏观、疫情等系统性风险，低利率持续，车险保费下滑等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
601318.SH	中国平安	买入	46.69	8535	6.65	7.52	7.02	6.21
2328.HK	中国财险	买入	8.16	1815	1.15	1.27	7.10	6.43
601628.SH	中国人寿	买入	31.08	8785	2.11	2.35	14.73	13.23
601336.SH	新华保险	买入	32.19	1004	5.30	6.40	6.07	5.03
1299.HK	友邦保险	买入	85.05	10210	0.66	0.75	128.86	113.40

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测（港股收盘价为港元，友邦EPS为美元）

行业研究 · 行业投资策略

非银金融 · 保险 II

超配 · 维持评级

证券分析师：王鼎

0755-81981000

wangding1@guosen.com.cn

S0980520110003

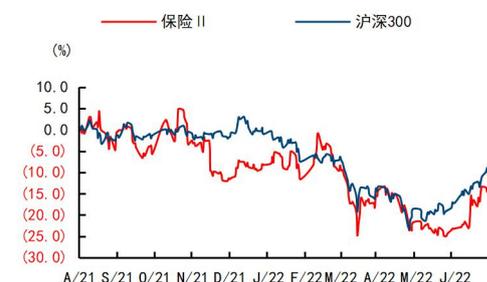
证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《保险业 2022 年 6 月策略-财险维持向好趋势，寿险基本面向好或有支撑》——2022-06-13
- 《保险偿二代二期结果分析-思想的一小步，实践的一大步》——2022-05-14
- 《保险业 2022 年一季度行业跟踪-寿险龙头相对平稳，财险继续头部化》——2022-05-10
- 《保险业 2022 年一季度总结及五月策略-寿险关注资产配置，财险尽显优势》——2022-05-05
- 《保险三月保费点评-寿险景气度向上，财险稳步增长》——2022-04-16

6 月股价回顾：保险全面上涨，港股相对收益更加明显

6 月，A 股寿险表现靓丽，沪深 300 上涨 9.62%，中国平安 5.63%，中国人寿 25.07%，中国太保 10.73%，新华保险 14.15%，中国人保 8.12%。

同期，H 股表现也较好，恒生指数上涨 2.08%，中国财险 7.09%，中国平安 6.06%，中国人寿 13.46%，中国太保 4.47%，新华保险 7.30%，友邦保险 5.13%，中国人保-2.83%，众安在线-2.85%。

表 1：保险行业股票 6 月表现

证券代码	证券简称	月涨跌幅	月换手率	月振幅	股息率	总市值
601318.SH	中国平安	5.63	11.23	11.83	5.1	8535
2328.HK	中国财险	7.09	8.05	13.65	5.8	1815
601628.SH	中国人寿	25.07	2.34	32.31	2.0	8785
601601.SH	中国太保	10.73	10.16	15.67	5.5	2264
1299.HK	友邦保险	5.13	4.31	12.36	1.7	10210
601336.SH	新华保险	14.15	16.18	17.62	4.3	1004
6060.HK	众安在线	-2.85	12.03	16.92	-	376

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（单位：%；市值单位：亿元/亿港元）

中国财险：保费增速及综合成本率稳定

车险保费增速保持良好态势：保费增速一季度特别是 1、2 月份是保持一个比较好的趋势，表现靓丽，一二月份达到了两位数以上增长。到了 3、4、5 月份受到疫情影响，4 月当月的保费有所下滑，但是 5 月又开始转正了。全年来看，我们认为车险的保费还是能够实现 5-10 个百分点左右的增长。为什么呢？首先，国家近期出台了促进消费的很多利好政策，所以预计全年的汽车销量会有一定数量的增长，可以看到五月的数据相对四月已经有明显的改善。第二，我们国家的汽车保有量近些年来一直保持稳定的增长。根据汽车行业协会的数据，今年汽车保有量也会有 6%左右的增长，所以承保数量的增长也会驱动保费的增长。第三，车均保费的提升也会促进保费的增长。从去年下半年开始，车均保费呈现回升的态势。当然，对公司来说，车均保费回升不光有自主定价系数回升的影响，主要还是通过在销售中提升客户的保额来提升保费。比如，三者险平均保额在 220 万左右，同比增长 30%左右，投保率也达到 92%。在这些因素的综合影响之下，我们预计今年车险保费还会有大个位数的增长。当然这也要看上半年疫情的具体情况，只要疫情没有像三四月份在主要城市多点并发。

车险成本率稳定：一方面是企业自身提高了核保及赔付的管理能力，另一方面是整个行业的竞争趋缓，所以今年的情况预计要比去年改善，综合成本率能降至 97%。

大灾风险：大灾指的是 1000 万净损失以上的案子，很难预测。2021 年大灾亏损比较高，全年的大灾净损失超过了 80 个亿。通常有大台风的年份是 70 个亿。一般不可能一年都平安无事的，稍微好一点的情况可能也就是 40 来个亿。今年到目前为止跟去年差不多。上半年影响不大，最多就 10 来个亿。即使上半年表现再好，关键还是在下半年，特别是 7、8、9 三个月。

整体情况稳定：全年来看，预计车险综合成本率达到 97%，而非车险可以做到不亏损。保费增速方面，车险在 5-10%，非车险正常情况下是大个位数。未来，盈利弹性的重点为综合成本率的改善。

寿险行业：销售仍在下滑，资产端风险下降，修复估值

我们认为寿险目前主要适用于资产端利好的估值修复逻辑，而销售业绩有望逐渐平稳。当前，中国平安、中国人寿、中国太保和新华保险对应 2022 年的 PEV 估值分别为 0.57、0.62、0.41 和 0.36，主要是受到 2021 年地产资产风险大幅上升的影响，估值水平创下历史新低。而下半年稳增长政策有望加大力度，以降低资产端风险，修复寿险企业估值。

从业绩上看，一季度股票资产表现欠佳，中国平安、中国人寿、中国太保和新华保险的归母净利润同比增速分别约-24%、-47%、-36%和-79%，其中中国平安和中国人寿新业务价值分别约-34%和-14%，上半年业务趋势仍然不佳。但鉴于平安和国寿的代理人规模皆降至 2015 年之前的水平（重疾险放量之前），分别为 54 万（74 万）和 78 万（64 万），我们认为寿险企业的销售有望逐渐平稳。

我们认为寿险企业 6 月的销售情况应维持一季度的趋势，增额终身寿等继续支持新单销量，负债端压力有所缓和，环比改善，同时下半年的新业务价值基数较低，预计环比改善力度更加明显，但人力趋势仍向下。

自 5 月开始，寿险股价开始呈现上涨态势，预计是因为经济预期的阶段性转暖，6 月全球主要国家及地区的长期债券利率皆上涨，其中欧元区 10 年公债收益率上行约 51BP 至 1.73%，德国 37BP 至 1.45%，印度 3BP 至 7.45%，美国 13BP 至 2.98%，日本 0.6BP，中国上升 8BP 至 2.82%。同时，国内消费及房地产数据持续回暖，物价保持在较低水平，寿险估值水平有望持续修复。

表 2：主要经济体的十年期国债及公债等利率

国家	6 月 30 日	5 月 31 日	4 月 29 日
中国	2.82	2.74	2.84
日本	0.25	0.25	0.25
印度	7.45	7.42	7.14
美国	2.98	2.85	2.89
英国	2.47	2.11	1.94
德国	1.45	1.08	0.82
欧盟	1.73	1.22	0.94

资料来源：choice 金融终端，国信证券经济研究所整理（单位：%）

寿险公司估值水平：前期持续下滑

当下估值较低：因为寿险保单的平均有效期超过 10 年，在手保单的利润没有算入会计准则下的股东净资产，所以我们用内含价值（EV）代替股东净资产来衡量寿险公司的估值水平，即采用 PEV 而非 PB。

内含价值 = 在手保单折现利润+股东净资产

近年寿险企业的估值水平有三大趋势：（1）估值顶部逐步下滑；（2）估值底部逐步下滑；（3）2021 年 1 月之后剧烈下滑。从估值趋势上来看，很明显，2021 年之后寿险企业的估值跌势过于猛烈，有可能会有较强的反弹空间。

图1：各寿险企业历史 PEV 估值



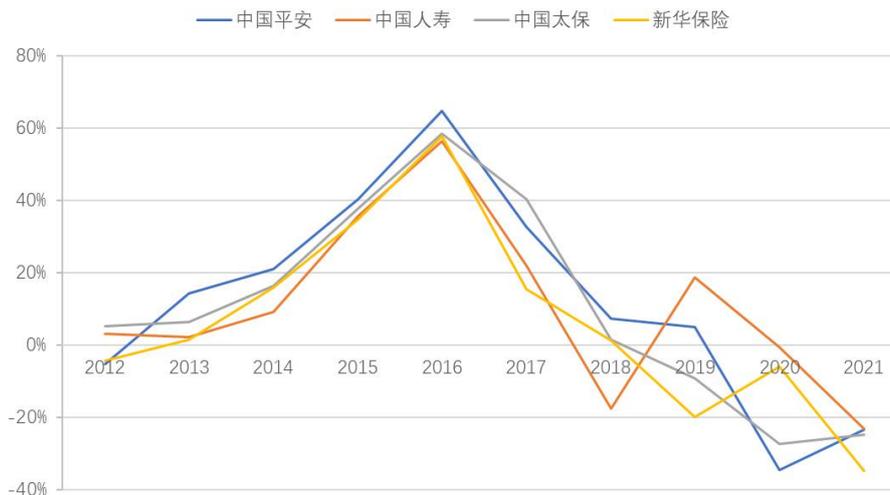
资料来源：Choice 金融终端，国信证券经济研究所整理

驱动因素：新单销量和长端利率

新单销量：估值顶部和底部逐步下滑的原因是利润率最高的重疾险保单销售下滑，导致新业务价值增速持续下滑。

寿险企业的销售增速转负基本是从 2020 年开始的，例如中国平安的新业务价值（新单利润折现）同比增速在 2020 年和 2021 年分别为-35%和-24%，但估值水平的剧烈下滑是从 2021 年 1 月开始，即资产端风险剧烈提升的时候。也就是说主流投资者可以承受业务的阶段性下滑，这不影响行业的长期配置价值，只是资产端的风险是难以承受的。

图2：各寿险企业的新业务价值增速



资料来源：Choice 金融终端，国信证券经济研究所整理

长端利率：2021年1月，惠誉等机构下调华夏幸福的信用评级。之后，地产资产的信用风险普遍提升，经济预期不利，长期利率持续下滑。

图3：十年期国债利率



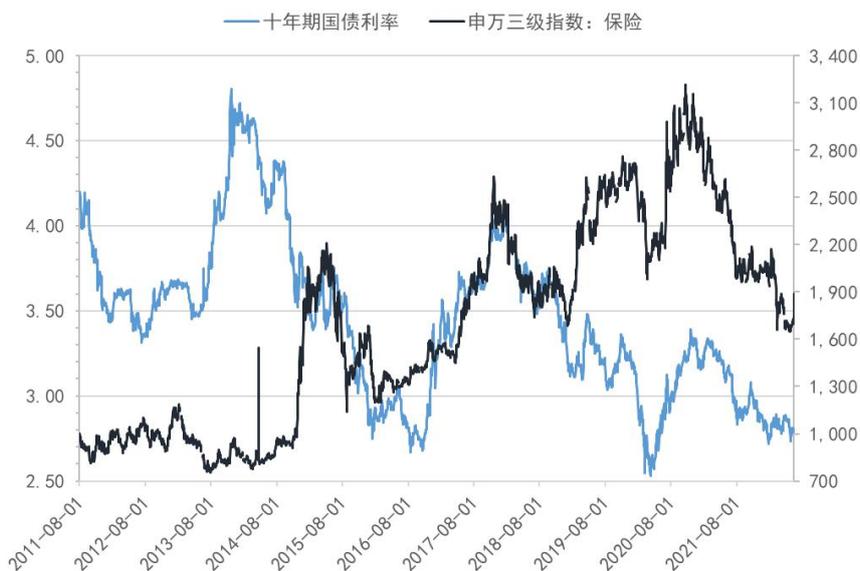
资料来源：Choice 金融终端，国信证券经济研究所整理

核心因素是长端利率

对照保险指数和十年期国债利率的走势，两者的波动节奏相当一致，如下图所示。

其原因是保险企业的主要利润来源就是利差，即固收类资产的利息等投资收益减去负债成本，而在杠杆效应的作用下，这一部分利润对于十年期国债利率的变动就变得十分敏感。

图4：长端利率与保险指数的关系



资料来源：Choice 金融终端，国信证券经济研究所整理

所以，寿险企业的股价表现与长端利率变化紧密相关。沿着长端利率的逻辑，寿险股价的拐点一般出现在两个时间点：一是在经济预期改善时，二是在短端利率的资金面改善时。那么在稳增长背景下，我们维持寿险行业的超配评级。

投资建议：维持保险板块“超配”评级

中国财险：基本面向好，利好因素持续。5月车险累计保费的同比增速为6.2%，预计全年5-10个百分点左右，且在多个有利因素的影响下，有望实现大个位数。总保费增速预计是大个位数，但仍可能冲刺10%。同时，97%的综合成本率预期不变。大灾方面，今年到目前为止跟去年差不多。上半年影响不大。但即使上半年表现再好，关键还是在下半年，特别是7、8、9三个月。

在以上预期下，再考虑到多个长期利好因素，包括竞争格局、汽车消费和车均保费等，中国财险的ROE有望冲刺12%，PB有望达到1倍，我们对其维持买入评级，维持目标价9.6-11.7元港币。

寿险行业：我们认为寿险目前主要适用于资产端利好的估值修复逻辑，而销售业绩有望逐渐平稳。当前，中国平安、中国人寿、中国太保和新华保险对应2022年的PEV估值分别为0.57、0.62、0.41和0.36，主要是受到2021年地产资产风险大幅上升的影响，估值水平创下历史新低。而下半年稳增长政策有望加大力度，以降低资产端风险，修复寿险企业估值。

风险提示：宏观、疫情和物价等系统性风险，低利率持续，车险保费下滑等。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032