

分子&分母共驱，推升保险行情

——保险行情大复盘及展望

行业评级：看好

2023年3月20日

分析师 梁凤洁
邮箱 liangfengjie@stocke.com.cn
电话 021-80108037
证书编号 S1230520100001

研究助理 胡强
邮箱 huqiang@stocke.com.cn
研究助理 洪希柠
邮箱 hongxining@stocke.com.cn

研究目的及核心结论

1、研究目的

- 历史会重演，但不会简单的重复。要想找到重演的逻辑，需要把握主要矛盾。保险板块历史上有6次大的行情，且除了2020年，其他行情期间都跑出了可观的超额收益。那么，每次大行情到底受到哪些核心因素的驱动？这些因素是否都是必要的？近年来，各个驱动因素的贡献是否有所变化？2022年11月至今，这波保险上涨行情背后的核心驱动因素是什么？展望后续，保险行情是否可以持续？

2、核心结论

- **DDM模型的分子端盈利和分母端风险改善，共同驱动，往往形成保险大行情。**
- **分子端的股市、利率、价值是三个核心因素，历次保险行情往往是股市上涨，叠加长端利率上行，或业务价值高增，形成共振。**①**股市**：股市是驱动分子端盈利的核心必要前提，尤其若同时有利率或价值的共驱，将有显著超额收益。②**利率**：利率并非保险行情展开的必要条件，但处于上行周期，尤其触底反弹的利率阶段，对保险行情有重要驱动作用。③**价值**：保司业务价值的持续萎靡，会对股价形成重要拖累，在价值止跌反转出现时，保险股价受到更强的驱动。
- **分母端的风险评价、风险偏好是核心因素，6次保险大行情中，均有风险评价因素的改善驱动，同时，有1次行情叠加风险偏好驱动。**
- **估值处中低位。**历次保险行情启动前，板块的估值一般处于低位，或者中等偏下位置。
- **保险板块2022/11至今上涨可观，但我们认为上涨行情仍未结束，预计分子分母进一步共驱，其中，分子端股市、利率双因素将走向三因素共振，分母端从风险评价，走向风险评价和风险偏好共振，叠加低估值，预计仍有40%的上涨空间，继续看好。**

1、保险历次行情大复盘

- **2007/04-2007/10**: 分子端权益、利率、价值三因素共振向好, 分母端风险评价降低, 期初板块估值处于中等偏下位置, 分子分母共驱, 期间保险涨幅151%, 超额收益51.4%。
- **2008/12-2009/07**: 分子端的权益、利率、价值三因素共振向好, 分母端风险评价降低, 期初板块估值处于低位, 分子分母共驱, 期间保险涨幅154.7%, 超额收益54.3%。
- **2014/11-2015/04**: 分子端股市、价值双因素强势共振, 分母端风险评价降低, 期初板块估值处于低位, 分子分母共驱, 期间保险涨幅104%, 超额收益15%。
- **2017/05-2018/01**: 分子端权益、利率、价值三因素强力共振, 分母端风险评价降低、风险偏好提升, 期初板块估值处于中枢偏下位置, 分子分母共驱, 期间保险涨幅80%, 超额收益55.3%。
- **2019/01-2019/06**: 分子端权益、价值双因素共振, 分母端风险评价降低, 期初板块估值处于低位, 分子分母共驱, 期间保险涨幅55%, 超额收益26.2%。
- **2020/04-2020/11**: 分子端股市、利率双因素共振, 分母端风险评价降低, 期初板块估值处于极低位置, 分子分母共驱, 期间保险涨幅32.2%, 但未能实现超额收益。

2、当前形势及投资建议

- **复盘总结**: 保险行情往往来自于分子、分母的共驱, 即盈利向好、风险改善, 其中, 分子端往往是权益因子叠加利率或价值因素, 形成双因素或三因素共振, 分母端往往是风险评价驱动为主。
- **2022/11-2023/02**: 分子端权益、利率双因素共振, 分母端风险评价降低, 期初板块估值接近冰点, 分子分母共驱, 期间保险涨幅28.2%, 超额收益16.3%。
- **投资建议**: 保险板块的上涨行情仍未结束, 预计分子分母进一步共驱, 其中, 分子端走向股市、利率、价值三因素共振, 分母端走向风险评价与风险偏好共振, 板块叠加低估值, 预计仍有40%的上涨空间, 继续看好。

风险提示: 寿险队伍转型滞缓, 经济疲软, 权益市场低迷, 地产风险扩大, 长端利率大幅下行, 严监管政策加剧。

目录

CONTENTS

01

保险历次行情大复盘

02

当前形势及投资建议

01

保险历次行 情大复盘

第一次： 2007.04-2007.10

第二次： 2008.12-2009.07

第三次： 2014.11-2015.04

第四次： 2017.05-2018.01

第五次： 2019.01-2019.06

第六次： 2020.04-2020.11

DDM模型：按照股价价值评估的DDM模型，分子端在假设分红率不变的情况下，则受到未来每年净利润的影响，对于保司而言，重点关注资产端的固收、权益投资收益，以及负债端的业务表现，尤其是创造未来增长、增加剩余边际的新业务贡献；分母端对应的是风险因素，主要关注无风险利率、风险评价、风险偏好。结合保险的业务情况，**影响DDM分子端的核心因素为股市表现、长端利率走势，及新业务价值，分母端则关注长端利率、资产负债两端的风险评价、保险板块的风险偏好。**

$$P = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{EPS_i \times Div_i}{[1 + r_f + \beta * \text{风险评价} / \text{风险偏好}]^i}$$

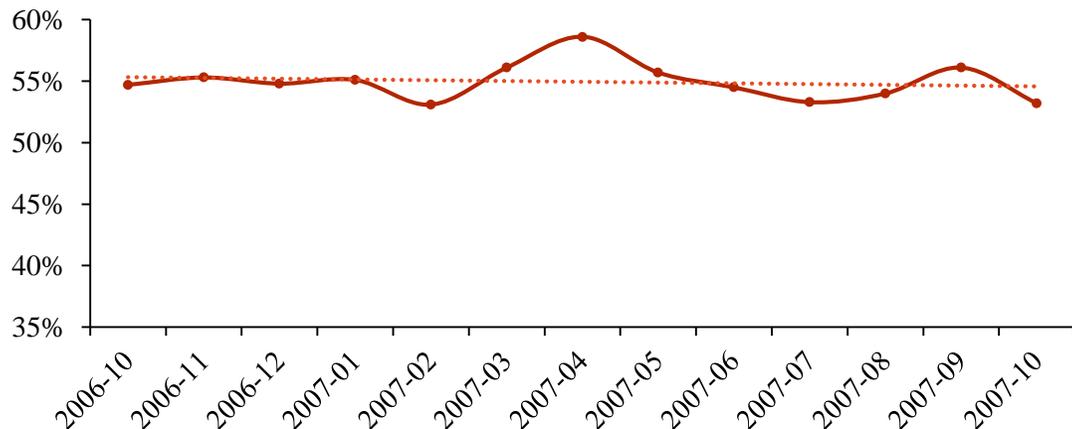
- **分子端**：影响资产端投资收益的长端利率、股市表现是核心因素，负债端的业务贡献主要关注新业务价值创造

- **分母端**：① r_f ：无风险利率，可以用国债长期利率衡量；② 风险评价：保险投资端的资产质量、负债端价值增长的确定性是核心因素；③ 风险偏好：往往与市场投资风格有紧密关系

2007/04-2007/10：分子端权益、利率、价值三因素共振向好，分母端风险评价降低，期初板块估值处于中等偏下位置，分子分母共驱，期间保险涨幅151%，超额收益51.4%。

- **背景介绍：**①宏观经济景气。受益于投资、消费、出口“三驾马车”的强劲增长驱动，07年GDP创下14.2%的增长纪录。PMI整体有所波动，但07M4-M10期间基本保持在53%以上的高位。②监管政策全面利好。06年6月《国务院关于保险业改革发展的若干意见》（国十条）发布，推动现代保险业体系建设；07年，监管陆续颁布产品规范、保司参与社保业务经办等政策，同时，放开境外投资，扩大险企投资范围。
- **分子-股市：大牛市。**06、07年A股大牛市，全年上证综指分别暴涨127%、94%，沪深300分别暴涨130%、158%。
- **分子-利率：利率上行。**央行全年加息高达6次，10年期国债到期收益率由4月初的3.43%上升106个BP，达到10月底的4.49%。

PMI处于高位



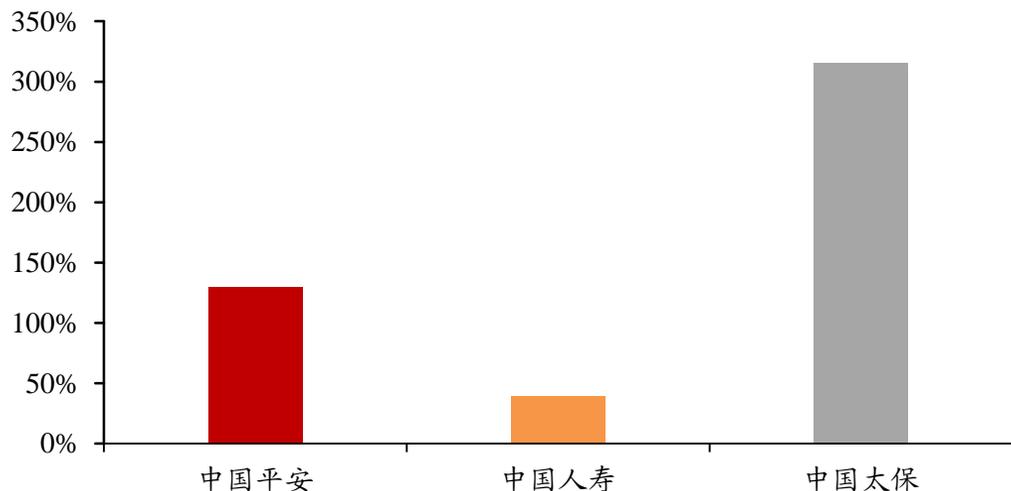
股市暴涨，长端利率大幅上行



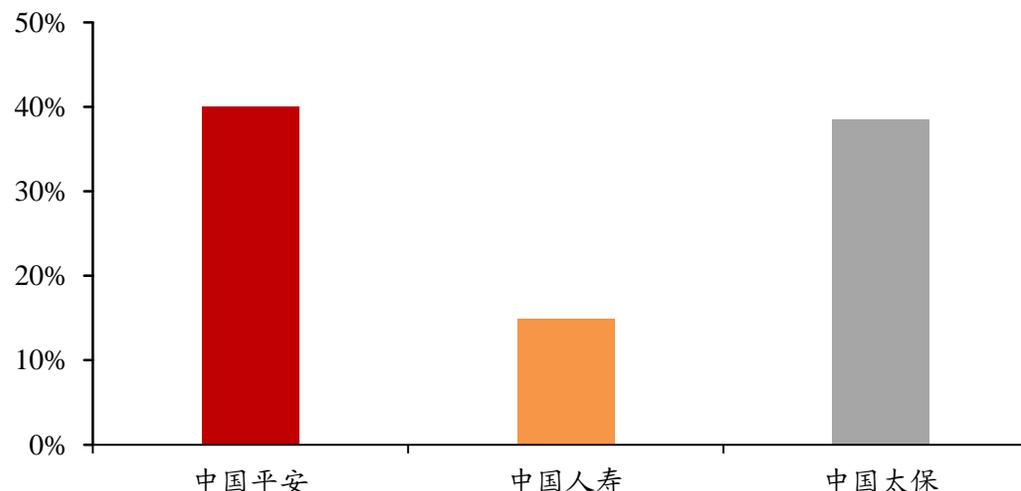
2007/04-2007/10：分子端权益、利率、价值三因素共振向好，分母端风险评价降低，期初板块估值处于中等偏下位置，分子分母共驱，期间保险涨幅151%，超额收益51.4%。

- 分子-价值：高速增长。**07年，国寿/平安/太保的EV同比增速分别为39%/129%/315%，NBV同比增速分别为15%/40%/39%。
 ①渠道：多头并进。2007年，个险、银保、团险等渠道齐发力，尤其银保渠道恢复较快增长，平安/太保增速分别为16%/58%。②产品：主推储蓄。由于监管的费率管制，传统险需求不佳，保司大力推进投连险、分红险及万能险等新型储蓄类产品，市场反响极佳，保费高增。从新单保费看，2007年，平安/太保的传统险占比仅有7%/31%。
- 分母：风险评价降低。**受益于资产端的股市暴涨、利率上行及负债端的价值高增，保险板块的利差及价值增长的不确定性下降，风险评价降低，对板块行情形成驱动。

2007年，险企EV大幅增长



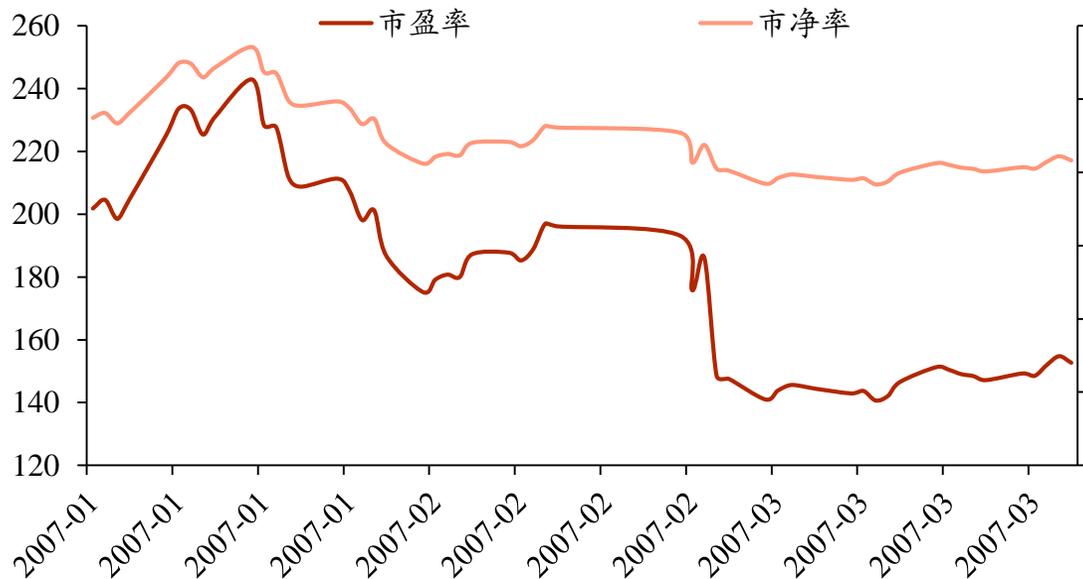
2007年，险企NBV同比增速均值达30%以上



2007/04-2007/10：分子端权益、利率、价值三因素共振向好，分母端风险评价降低，期初板块估值处于中等偏下位置，分子分母共驱，期间保险涨幅151%，超额收益51.4%。

- **估值：中低分位。**期初，保险板块PB估值8.3倍，处于当年有保司上市以来41.5%的分位；板块PE估值152.7倍，处于37.7%的分位。
- **收益：超额51.4%。**该期间，保险板块绝对收益151.0%，相对沪深300的超额收益51.4%。保险指数自4月小幅上涨后，5月份有所回调，但从6月份开始持续上涨，并延续至10月份。

行情启动前的保险板块估值在中等偏下位置



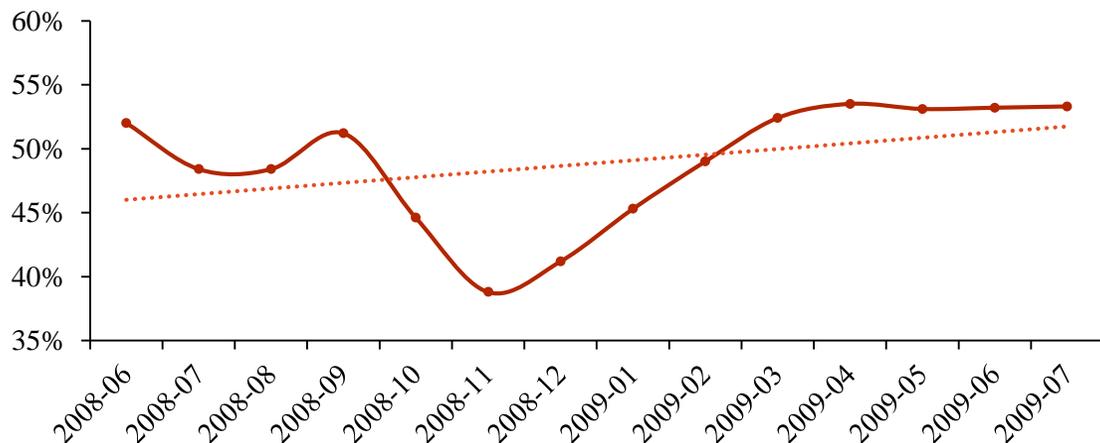
保险跑出超额收益51.4%



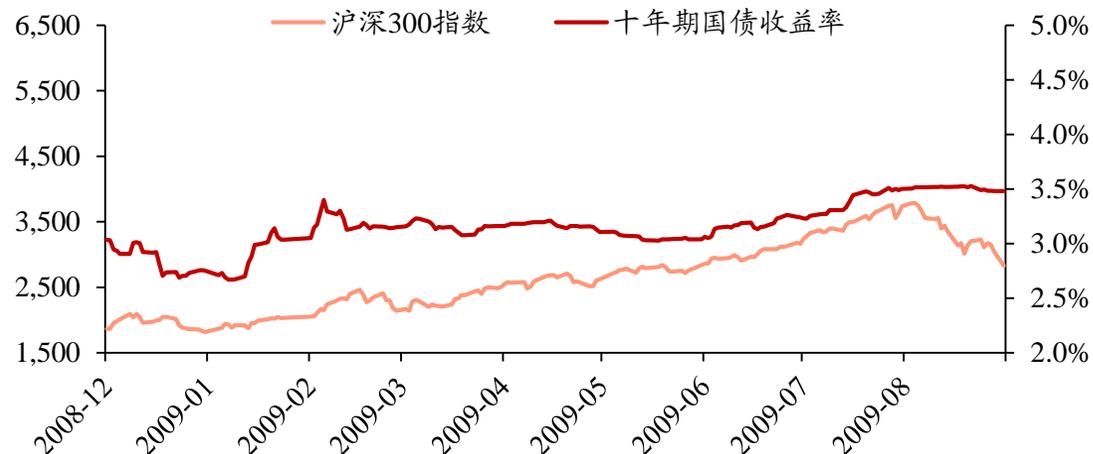
2008/12-2009/7：分子端的权益、利率、价值三因素共振向好，分母端风险评价降低，期初板块估值处于低位，分子分母共驱，期间保险涨幅154.7%，超额收益54.3%。

- **背景介绍：**①宏观经济反转。为应对次贷危机对全球经济的冲击，08年11月中央确定了十项举措以扩大内需、促进经济增长，同时投资四万亿、五次降息、三次降准以刺激经济、维稳救市，PMI从08M12的41.2增长至09M7的53.3，经济逐步回暖。②监管政策持续利好。放开基础设施债权计划投资，增加无担保企业债等债券投资，企业手续费及佣金支出在税前扣除，适时开展个人税延型养老险试点。
- **分子-股市：大牛市。**市场情绪高涨，期间，上证综指涨幅达80.1%，沪深300涨幅达100.3%。
- **分子-利率：先降后升。**09年初10年期国债收益率下降至2.67%，此后呈现上升趋势，7月底达3.5%，行情期间涨幅47BP。

PMI上行



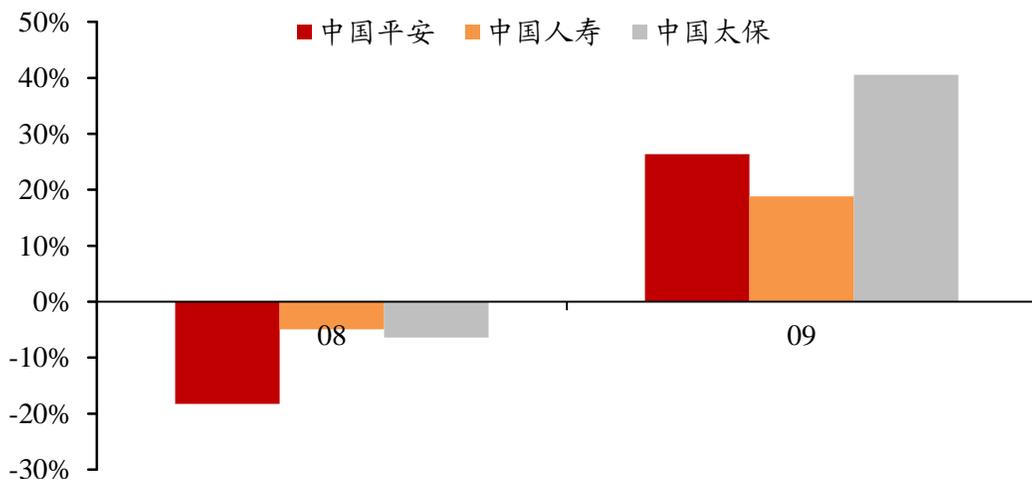
股市暴涨，长端利率先降后升



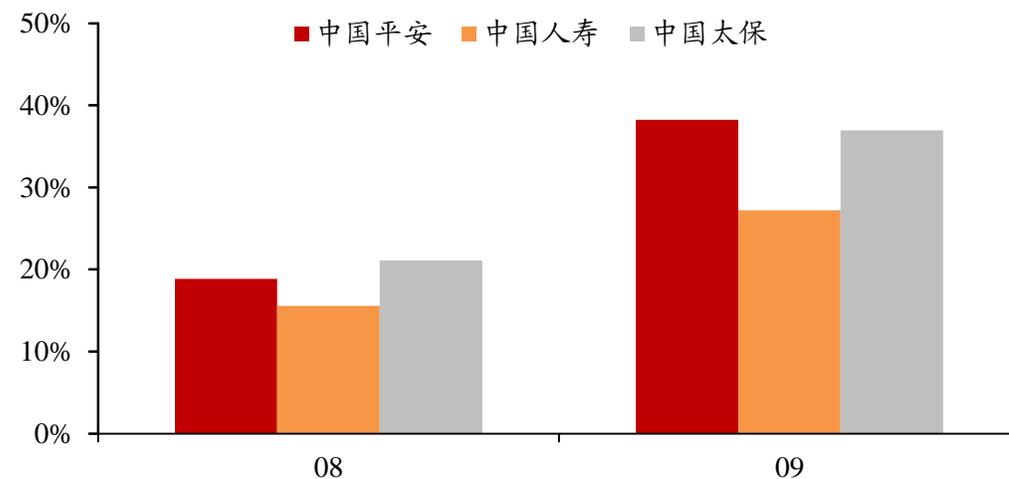
2008/12-2009/7：分子端的权益、利率、价值三因素共振向好，分母端风险评价降低，期初板块估值处于低位，分子分母共驱，期间保险涨幅154.7%，超额收益54.3%。

- 分子-价值：深度反弹。**低预期下，09年实现深度反弹，国寿/平安/太保EV分别同增19%/26%/41%，NBV同比27%/38%/37%。①渠道：结构调整。各险企开始发力高价值个险渠道，缩减银保渠道。09年，平安/太保个险渠道保费收入同比增速为26.2%/21.9%，分别提高3.2pc/11.1pc，银保渠道增速则明显放缓，分别下降16.8pc/24.4pc。②产品：主推储蓄。09年，平安/太保投连险、万能险、分红险产品的保费占比分别为83%/70%，分别增加7pc/8pc；期交产品占比提升，国寿/平安/太保新单期交占比为25%/43%/33%，较08年分别+4pc/-1pc/+11pc。
- 分母：风险评价降低。**受益于资产端的股市暴涨、利率上行及负债端的价值深度反弹，保险板块的利差及价值增长的不确定性下降，风险评价降低，对板块行情形成驱动。

08年EV出现负增长，09年实现深度反弹



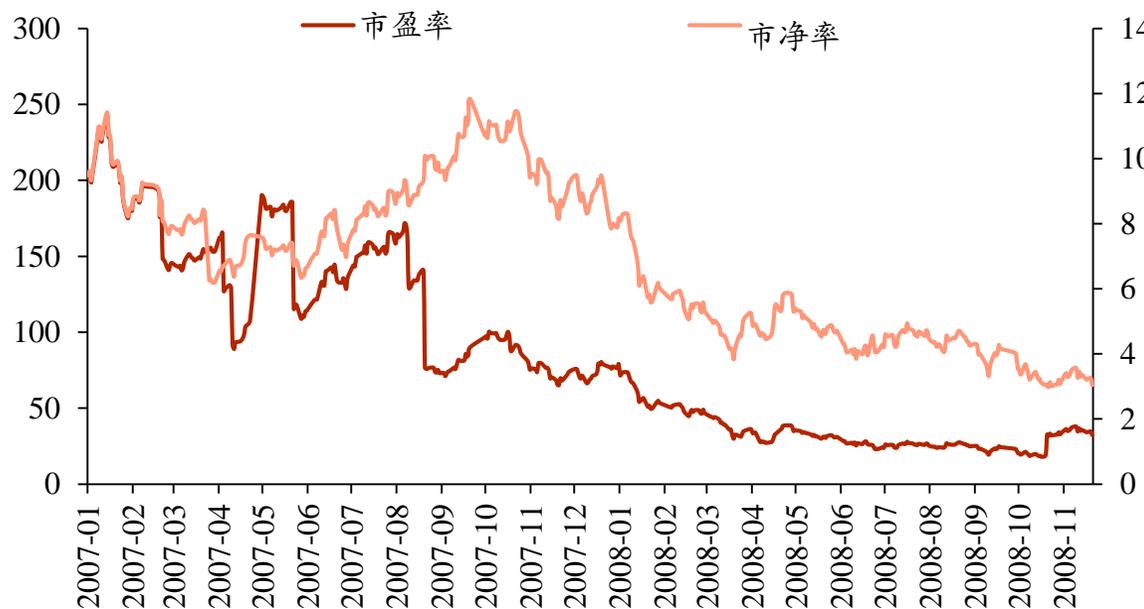
2009年，各险企NBV加速增长



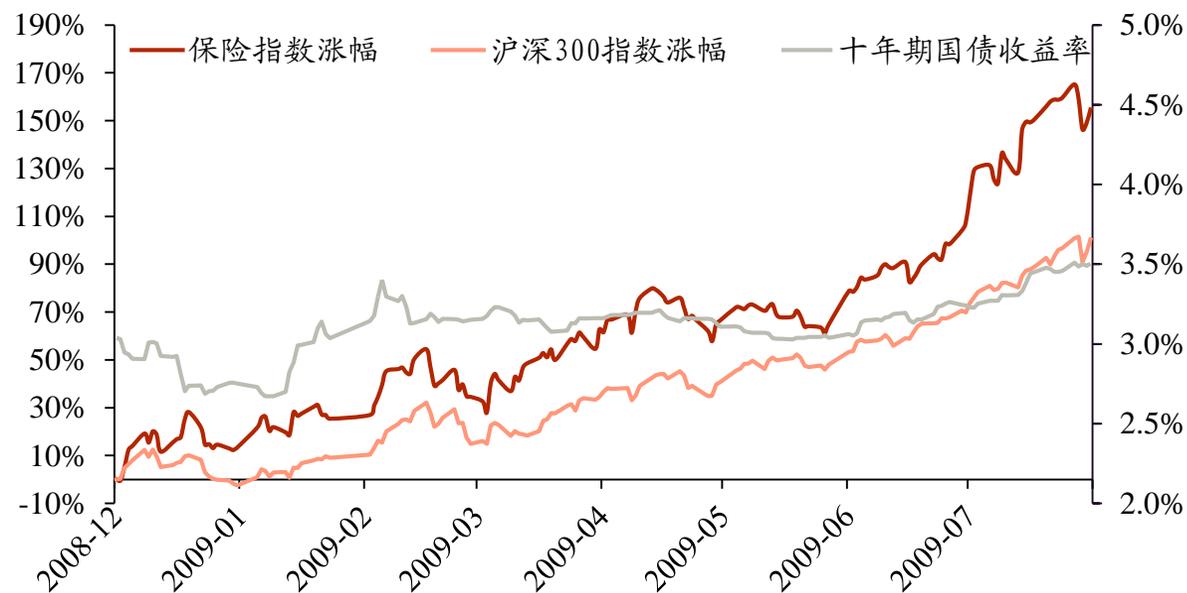
2008/12-2009/7：分子端的权益、利率、价值三因素共振向好，分母端风险评价降低，期初板块估值处于低位，分子分母共驱，期间保险涨幅154.7%，超额收益54.3%。

- **估值：较低分位。**期初，板块PB估值3.0倍，处于近两年来1.5%的分位；板块PE估值32.3倍，处于近两年来26.2%的分位。
- **收益：超额54.3%。**该期间，保险板块绝对收益154.7%，相对沪深300的超额收益54.3%。保险指数自08年12月份开始随大盘持续上行，09年7月底达到顶点。

行情启动前的保险板块估值处于低位



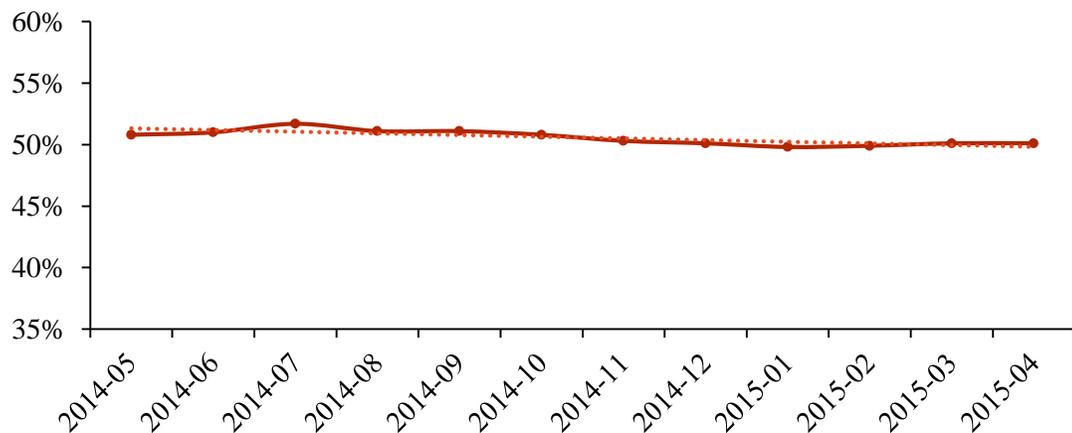
保险跑出超额收益54.3%



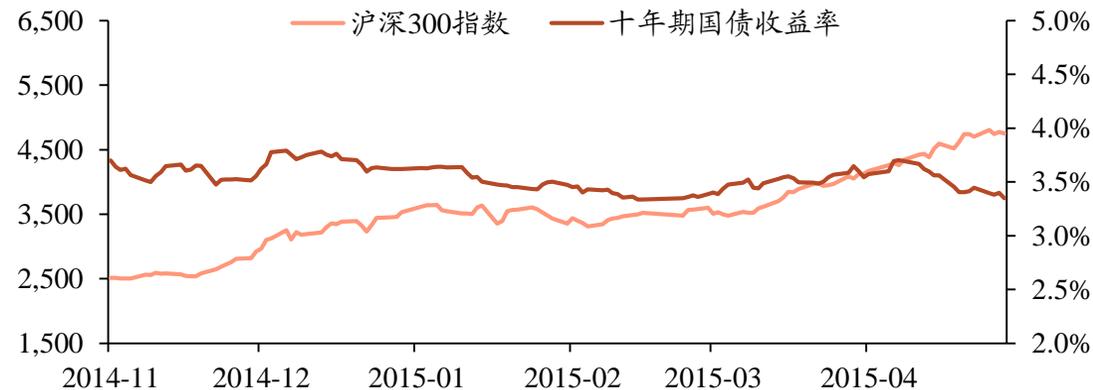
2014/11-2015/4：分子端股市、价值双因素强势共振，分母端风险评价及利率降低，期初板块估值处于低位，分子分母共驱，期间保险涨幅104%，超额收益15%。

- **背景介绍：**①经济下行压力。“三驾马车”乏力，尤其出口和投资持续承压，经济下行趋势延续。PMI表现低迷，在荣枯线附近徘徊，从14M11的50.3，下降至15M4的50.1。②监管政策利好催化。14年8月，国务院发布“新国十条”，并有量化目标指引；14年11月，重点促进健康险发展的政策发布；另外，13-15年，人身险预定利率上限从2.5%，放开到最高4.025%，显著提升产品竞争力。
- **分子-股市：大牛市。**市场信心得到呵护，杠杆资金大量入市，股市暴涨，上证、沪深300期间涨幅达82.8%、89%，上证6月12日创新高5178点。
- **分子-利率：震荡下行。**十年期国债利率由14年11月初的3.7%，震荡下行至15年4月底的3.35%，降幅35BP。

PMI处于下行趋势



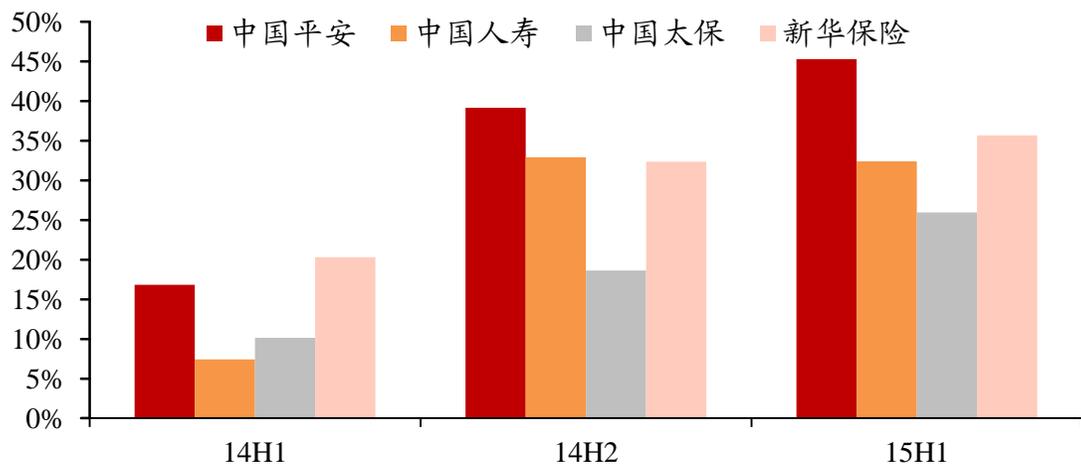
股市大涨，长端利率震荡下行



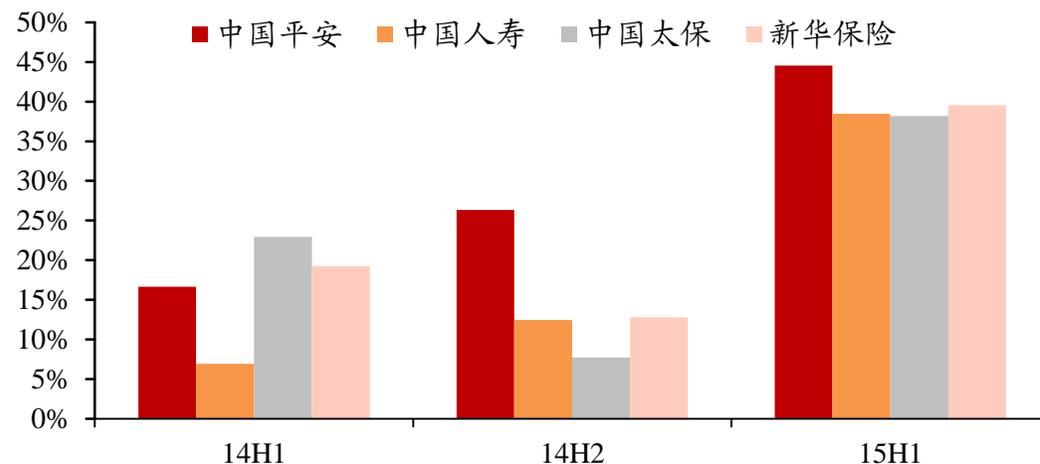
2014/11-2015/4：分子端股市、价值双因素强势共振，分母端风险评价及利率降低，期初板块估值处于低位，分子分母共驱，期间保险涨幅104%，超额收益15%。

- 分子-价值：实现高增。** 15H1，国寿/平安/太保/新华EV同比增速分别为32%/45%/26%/36%，NBV分别同增38%/45%/38%/40%，较14H1分别提高32pc/28pc/15pc/20pc。①渠道：回归个险。险企开始缩减银保销售网点，扩充代理人队伍。15H1，国寿/平安/太保/新华个险渠道保费收入同比增速分别为14.3%/18.1%/24.2%/9.0%，银保渠道保费收入同比增速分别为24.6%/-13.3%/-42.7%/6.2%。②产品：发力保障。险企持续推动保障产品及高保额保单的销售，优化产品结构，其中，15H1，平安投连险、万能险、分红险规模保费占比较14H1下降5pc，新华保障型产品占比60%，同比+19pc。
- 分母：风险评价降低。** 受益于股市暴涨、价值高增，保险板块的利差及价值增长不确定性下降，风险评价降低，同时叠加利率下行，分母端对板块行情形成驱动。

除国寿外，各险企EV同比增速环比均有所改善



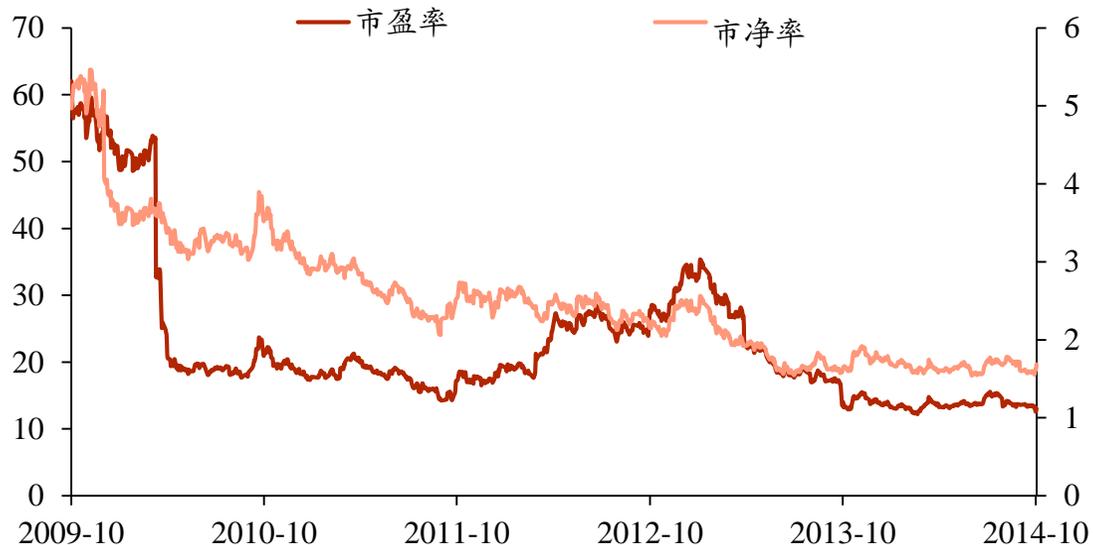
15H1各险企NBV同比增速提升显著



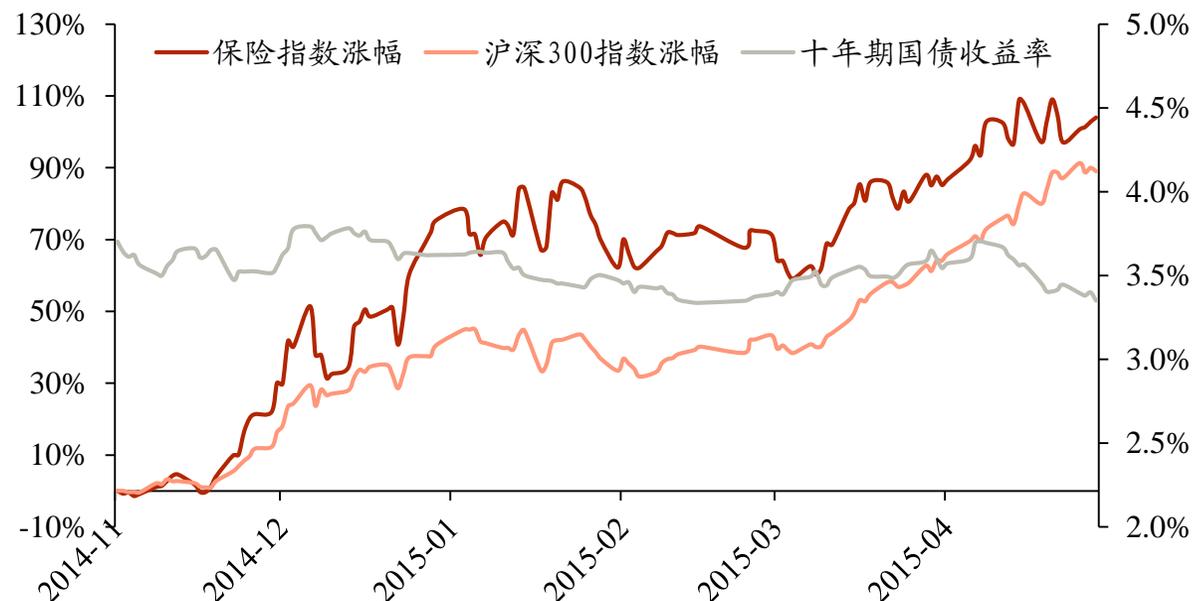
2014/11-2015/4：分子端股市、价值双因素强势共振，分母端风险评价及利率降低，期初板块估值处于低位，分子分母共驱，期间保险涨幅104%，超额收益15%。

- **估值：较低分位。**期初，板块PB估值1.7倍，处于近5年17.2%分位，历史11.0%分位；板块PE估值13.1倍，处于近5年2.0%分位，历史1.3%分位。
- **收益：超额15%。**该期间，保险板块绝对收益104%，相对沪深300的超额收益15%。保险指数从11月份至12月快速上升后开始回落，又在12月份至1月份经历两次快速上升到高位，随后缓慢震荡上行。

行情启动前的保险板块估值偏下位置



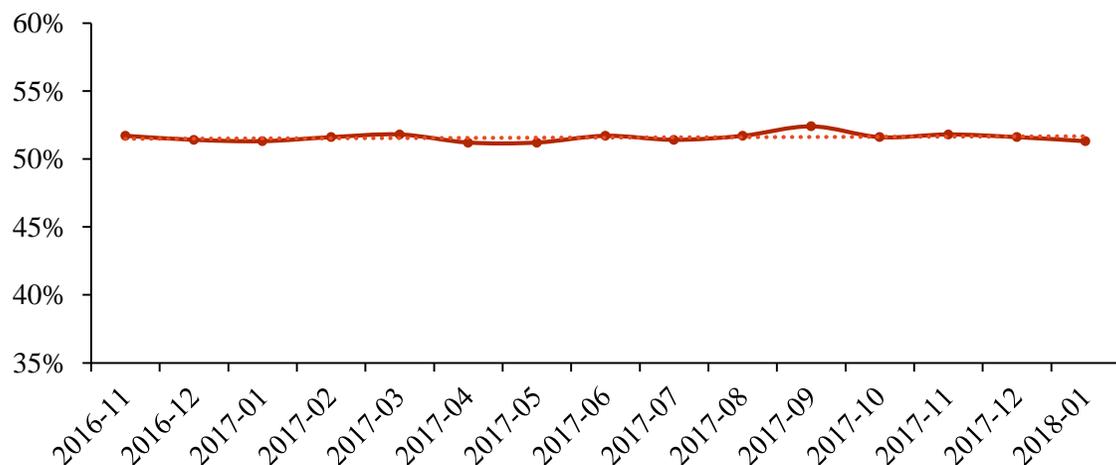
保险跑出超额收益15.0%



2017/05-2018/01：分子端权益、利率、价值三因素强力共振，分母端风险评价降低、蓝筹股风险偏好提升，期初板块估值处于中枢偏下位置，分子分母共驱，期间保险涨幅80%，超额收益55.3%。

- **背景介绍：**①经济超预期增长。在市场预期经济增速下滑的背景下，2017年GDP增速同比提升0.2pc至6.9%，扭转了2010年以来GDP增速逐渐放缓的趋势。PMI整体震荡向上，17M9达到峰值52.4%。②监管要求“保险姓保”。监管强调“保险业姓保、保监会姓监”，原保监会主席、安邦董事长相继被调查，134号文将年金险的首次返还年限延长至5年，但同时，税延养老险试点、健康险管理办法等陆续出台，支持本源业务发展。
- **分子-股市：蓝筹牛市。**蓝筹、白马股表现亮眼，受到资金青睐，盈利和估值戴维斯双击，迎来结构性牛市，期间，沪深300涨幅达24.8%。
- **分子-利率：持续上行。**十年期国债利率由期初的3.49%持续上升至期末的3.91%，上升43BP。

PMI震荡向上



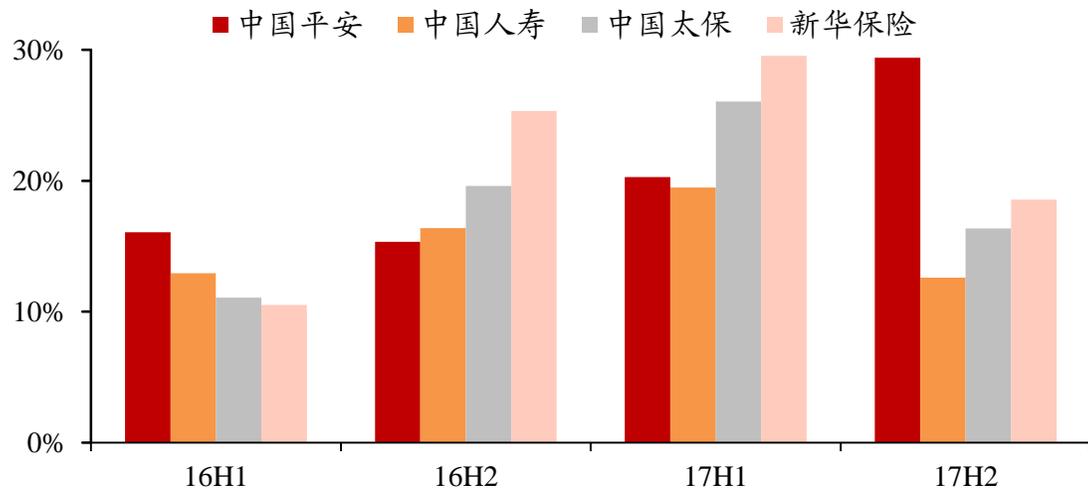
股市上涨，利率持续上行



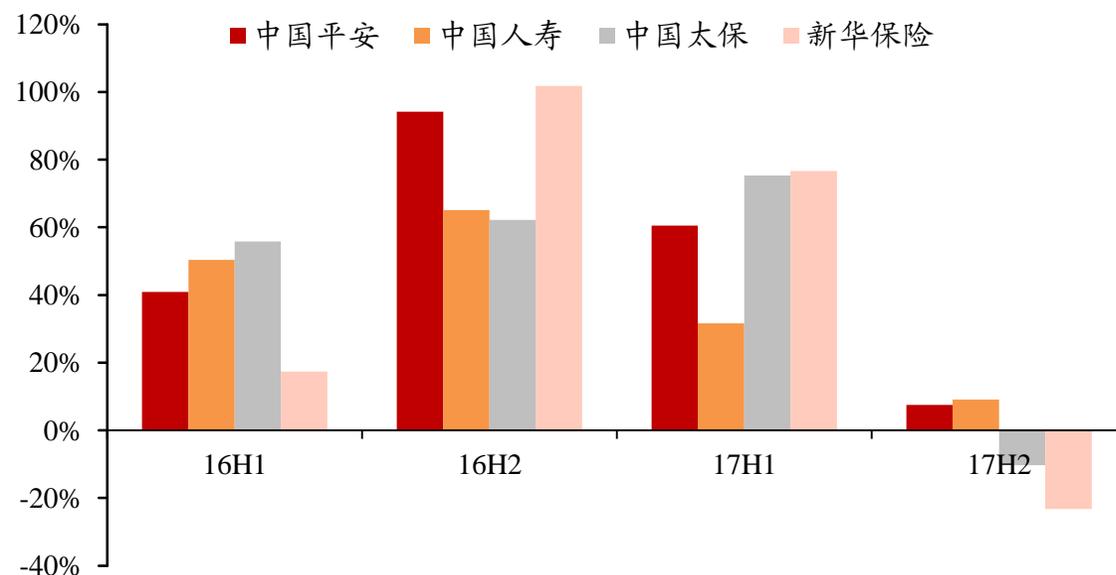
2017/05-2018/01：分子端权益、利率、价值三因素强力共振，分母端风险评价降低、蓝筹股风险偏好提升，期初板块估值处于中枢偏下位置，分子分母共驱，期间保险涨幅80%，超额收益55.3%。

- 分子-价值：持续高增。** 17年，国寿/平安/太保/新华EV同比增速分别为13%/29%/16%/19%，NBV分别同增22%/33%/40%/15%。①渠道：回归个险。险企集中资源发力高价值个险业务，缩减银保业务量。17年，国寿/平安/太保/新华个险渠道保费收入同比增速分别为25.4%/28.7%/33.6%/19.0%，银保渠道同比增速分别为4.8%/-10.2%/-10.3%/-47.2%。②产品：发力长期保障。17年，平安/太保/新华保障型产品占比分别为38%/37%/53%，同比分别+5.0pc/0.4pc/-3.9pc；国寿/平安/太保/新华个险渠道新单期交同比增速分别为21%/36%/31%/19%，新单期交占比分别为90%/94%/95%/91%。
- 分母：评价降、偏好升。** 受股市涨、利率上行及价值高增的影响，保险板块的利差及价值增长不确定性下降，风险评价降低，同时，叠加市场对蓝筹股的偏好提升，分母端形成对保险板块的行情驱动。

17H1，险企EV高增



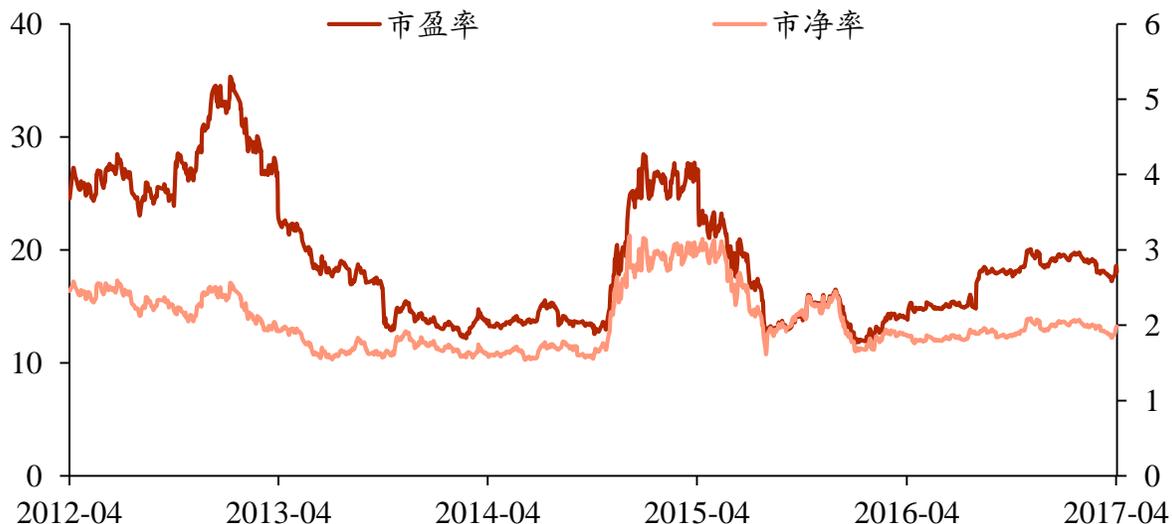
17H1，险企NBV高增



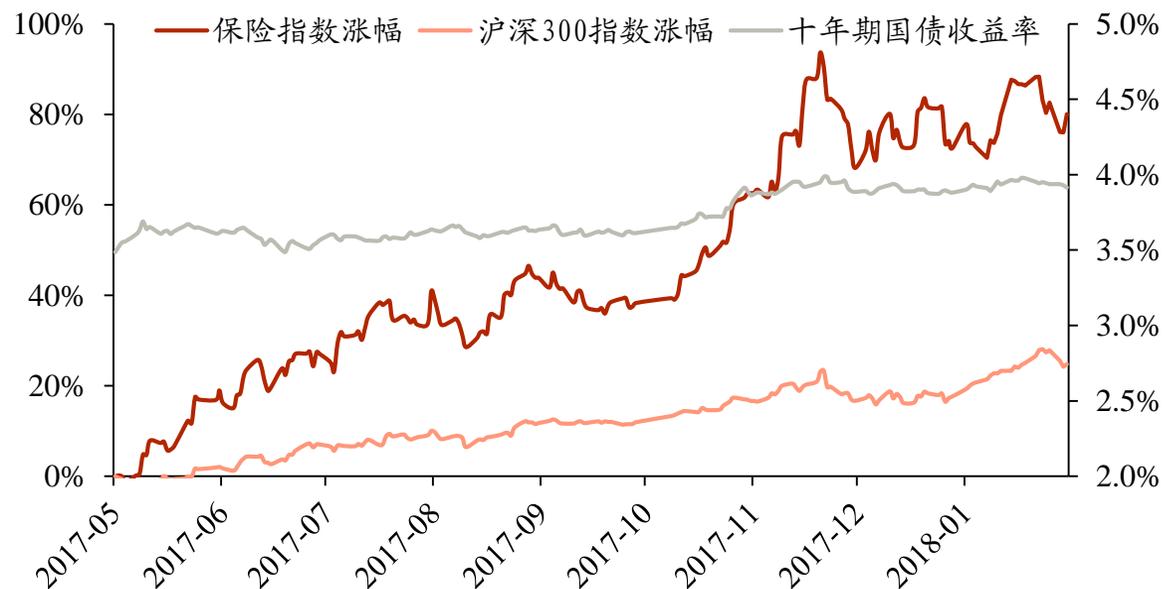
2017/05-2018/01：分子端权益、利率、价值三因素强力共振，分母端风险评价降低、蓝筹股风险偏好提升，期初板块估值处于中枢偏下位置，分子分母共驱，期间保险涨幅80%，超额收益55.3%。

- **估值：中低分位。**期间前期，板块PB估值2.0倍，处于近5年54.7%分位，历史26.5%分位；板块PE估值18.1倍，处于近5年50.6%分位，历史30.9%分位。
- **收益：超额55.3%。**该期间，保险板块绝对收益80%，相对沪深300的超额收益55.3%。保险指数从5月份到9月份平稳上升后略微回落，随后从10月份开始快速上升至最高点，11月份后在70%附近波动变化。

行情启动前的保险板块估值在中等偏下位置



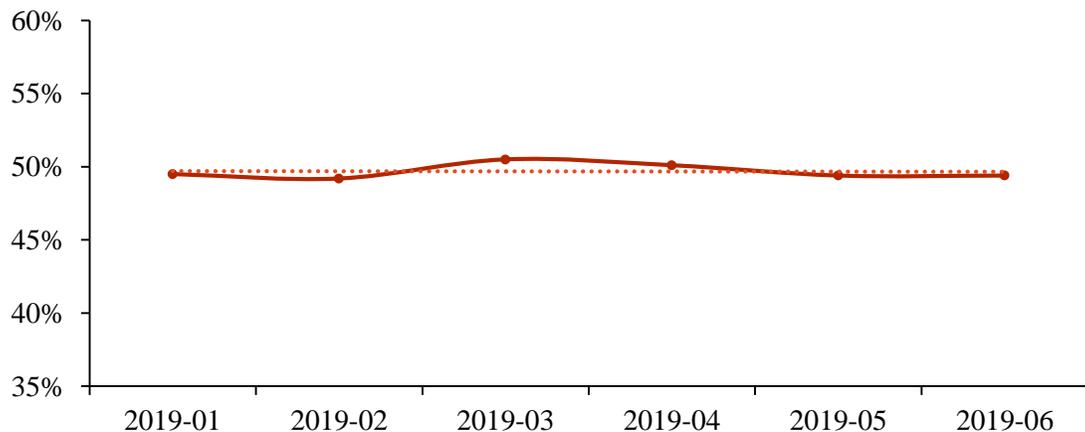
保险跑出超额收益55.3%



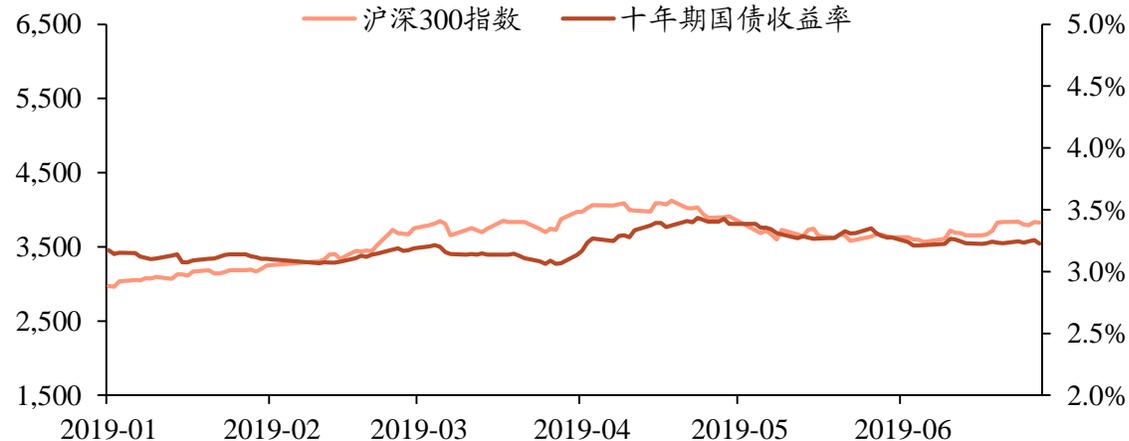
2019/01-2019/06：分子端权益、价值双因素共振，分母端风险评价降低，期初板块估值处于低位，分子分母共驱，期间保险涨幅55%，超额收益26.2%。

- **背景介绍：**①经济企稳改善。在减税降费等利好政策驱动下，19H1宏观经济有所企稳，19Q1实现开门红，GDP同比增加6.4%，略好于市场预期。PMI先升后降，在50%附近波动。②监管政策：宽严并济。19年上半年，监管整治保险中介销售乱象，渠道监管趋严，同时，19年5月，发布减税新规，将保险公司的手续费及佣金收入的税前扣除比例统一增加至18%，利好险企利润释放。
- **分子-股市：春季行情。**权益市场春季回暖，虽然19年4月下旬至5月中旬有所调整，但上半年沪深300涨幅依然有28.8%。
- **分子-利率：小幅上升。**十年期国债利率由19年初的3.17%上升至19年6月的3.23%，小幅上行5BP，总体保持平稳。

PMI在50%附近波动



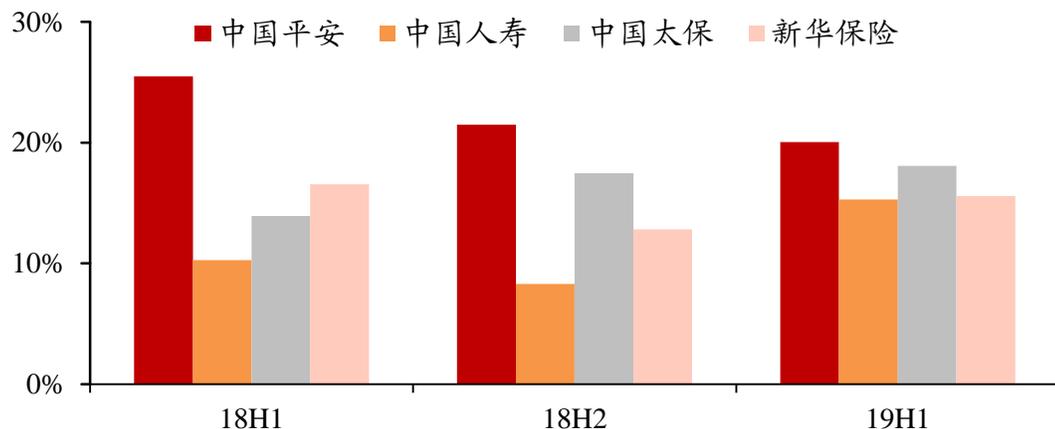
股市上涨，利率小幅上行



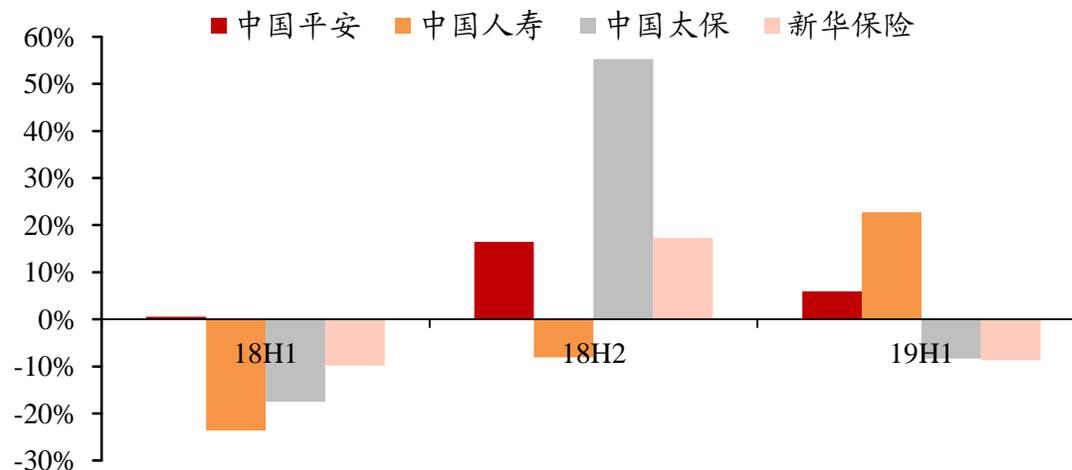
2019/01-2019/06：分子端权益、价值双因素共振，分母端风险评价降低，期初板块估值处于低位，分子分母共驱，期间保险涨幅55%，超额收益26.2%。

- 分子-价值：恢复增长。** 19H1，国寿/平安/太保/新华EV分别同增15%/20%/18%/16%，NBV分别同增23%/6%/-8%/-9%。①渠道：各渠道增速分化。19H1，国寿/平安/太保/新华个险渠道保费收入同比增速分别为6.7%/3.6%/7.6%/9.7%，银保渠道同比增速分别为-15.4%/20.6%/-33.4%/5.1%。平安、新华实现双渠道正增长，国寿、太保银保渠道下滑明显。②产品：结构改善。受监管政策影响，险企大力推动长期保障型产品销售，19H1，平安/太保/新华保障类产品占比较18H1分别增加5pc/5pc/7pc。
- 分母：风险评价降低。** 受益于股市回暖、价值恢复增长，保险板块的利差及价值增长不确定性下降，风险评价降低，形成对保险行情的驱动。

19H1，EV保持快增



19H1，国寿、平安实现增长



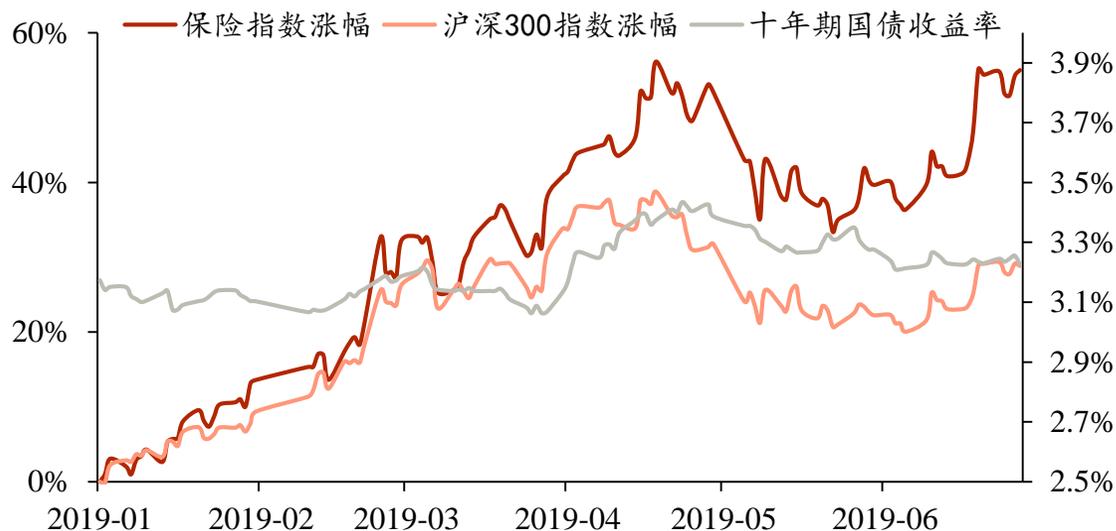
2019/01-2019/06：分子端权益、价值双因素共振，分母端风险评价降低，期初板块估值处于低位，分子分母共驱，期间保险涨幅55%，超额收益26.2%。

- **估值：较低分位。**期间前期，板块PB估值1.8倍，处于近5年23.8%分位，历史14.1%分位；板块PE估值13.5倍，处于近5年14.0%分位，历史6.3%分位。
- **收益：超额26.2%。**该期间，保险板块绝对收益55%，相对沪深300的超额收益26.2%。保险指数整体随大盘变动，1月份至4月份震荡上升，于5月初开始回落，随后6月中旬快速上升。

行情启动前的保险板块估值在偏下位置



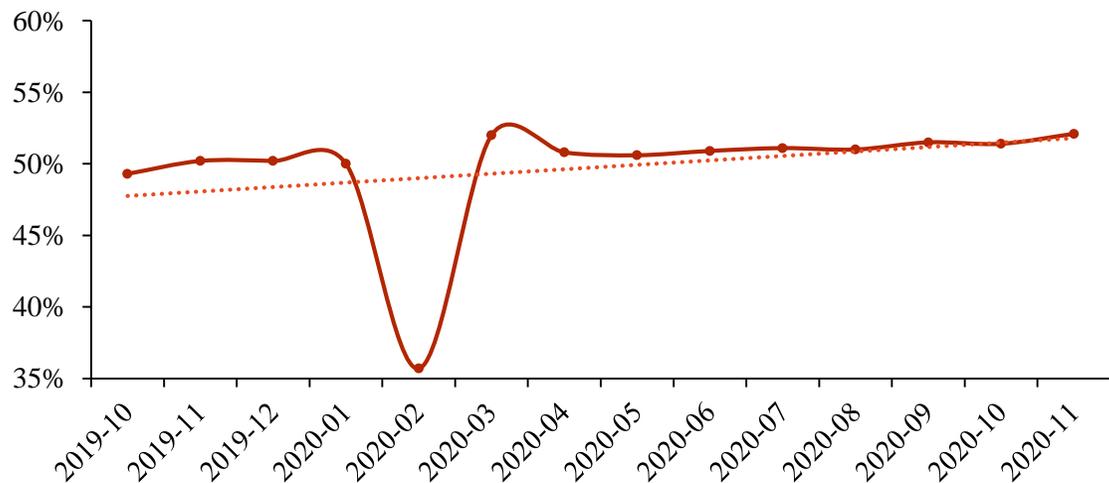
保险跑出超额收益26.2%



2020/04-2020/11：分子端股市、利率双因素共振，分母端风险评价降低，期初板块估值处于极低位置，分子分母共驱，期间保险涨幅32.2%，但由于分子端的价值因素拖累，未能实现超额收益。

- **背景介绍：**①经济快速修复。得益于新冠疫情的及时控制，以及经济刺激政策，“三驾马车”陆续发力，国内经济迅速修复。PMI在20M3大幅下跌至谷底值35.7后迅速反弹修复，整体向好。②监管政策：严格监管。监管在费用率上限、演示利率、捆绑销售、退保黑产等方面持续严监管，防控风险为主基调。
- **分子-股市：慢牛行情。**20年4-12月，沪深300涨幅35%。
- **分子-利率：持续上行。**十年期国债利率由20年4月初的2.56%持续上行至11月末的3.25%，提升70BP。

PMI骤降至35.7%后迅速反弹修复



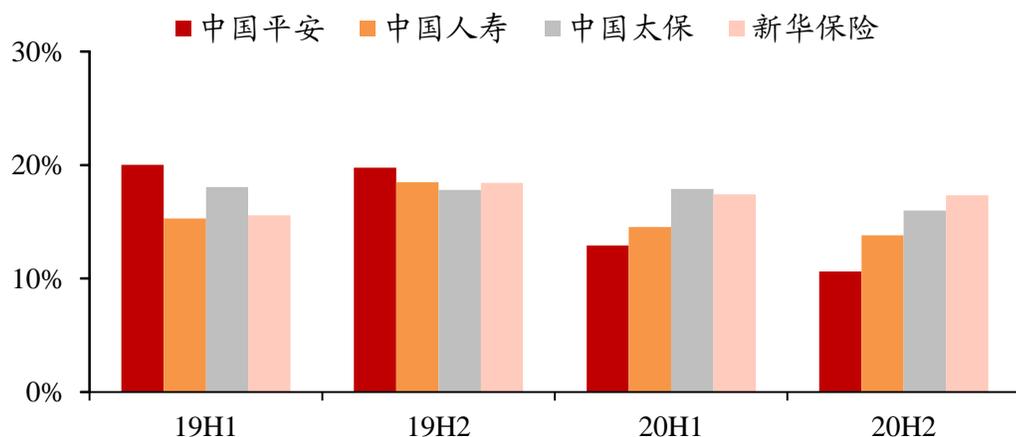
股市上涨，利率持续上升



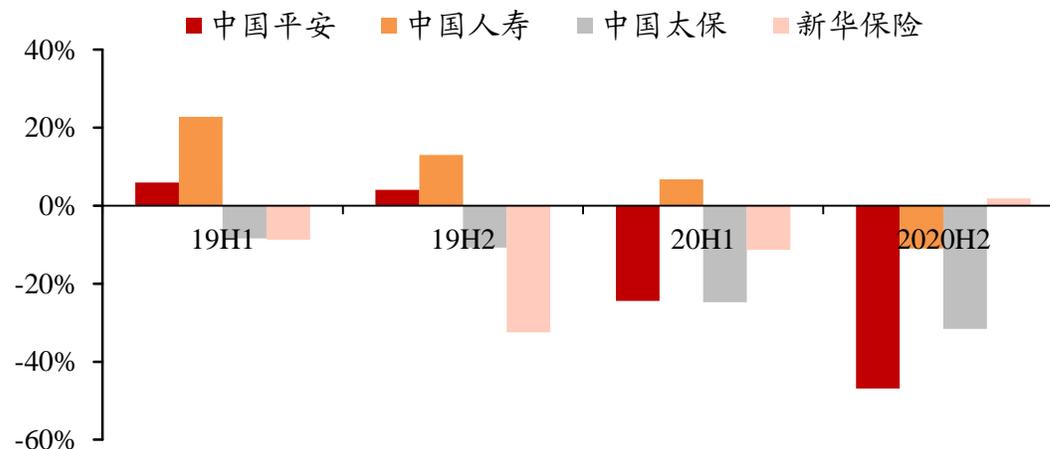
2020/04-2020/11：分子端股市、利率双因素共振，分母端风险评价降低，期初板块估值处于极低位置，分子分母共驱，期间保险涨幅32.2%，但由于分子端的价值因素拖累，未能实现超额收益。

- 分子-价值：疲软承压。** 20年，国寿/平安/太保/新华EV分别同增14%/11%/16%/17%，NBV分别同增-1%/-35%/-27%/-6%。①渠道：个险乏力。20年，国寿/平安/太保/新华个险渠道保费收入同比增速分别为5%/-4%/-2%/8%，国寿、新华实现逆势增长，但增幅受限；银保渠道保费收入的同比增速分别为62%/20%/14%/46%，贡献度显著提升。②产品：重疾下滑。20年，平安长期保障型产品首年保费同增-44%，太保长期健康险同比增速下降28pc至5%；国寿/平安/太保/新华个险期交新单同比增速分别为3.7%/-28%/-33%/1%，增速环比分别-2.1pc/-20pc/-11pc/+6pc。
- 分母：风险评价降低。** 受益于股市慢牛行情、长端利率上行，保险板块的利差不确定性下降，风险评价降低，形成对保险行情的驱动。

20年行业整体EV增长趋缓



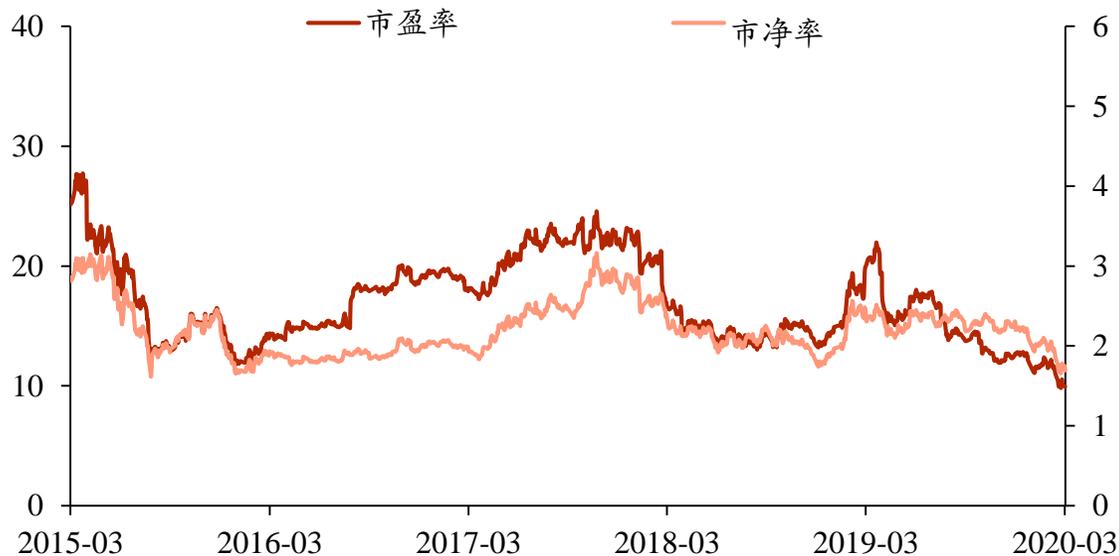
20年，大部分险企NBV同比下滑较大



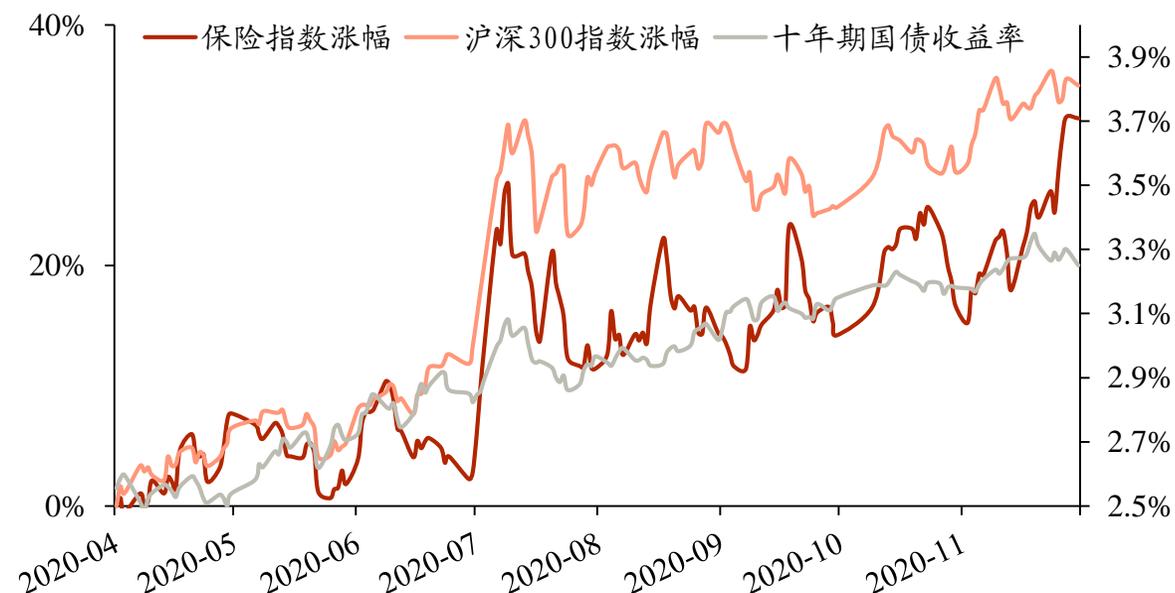
2020/04-2020/11：分子端股市、利率双因素共振，分母端风险评价降低，期初板块估值处于极低位置，分子分母共驱，期间保险涨幅32.2%，但由于分子端的价值因素拖累，未能实现超额收益。

- **估值：极低分位。**期初，板块PB估值1.7倍，处于近5年1.2%分位，历史7.3%分位；板块PE估值10.0倍，基本处于历史冰点极低位置。
- **收益：跑输2.8%。**该期间，保险板块绝对收益32.2%，相对沪深300的收益减少2.8%。保险指数在4月份到7月份之间震荡上升，7月后开始快速上升，随后震动上升。

行情启动前的保险板块估值在极低位置



保险指数跑输沪深300



02

当前形势及 投资建议

总结

当前形势

投资建议

总结：保险行情往往来自于分子、分母的共驱，即盈利向好、风险改善。

分子：①**股市：**股市是驱动分子端盈利的核心必要前提，尤其若同时有利率或价值的共驱，将有显著超额收益。②**利率：**利率并非保险行情展开的必要条件，但处于上行周期，尤其触底反弹的利率阶段，对保险行情有重要驱动作用。③**价值：**保司业务价值的持续萎靡，会对股价形成重要拖累，在价值止跌反转出现时，保险股价受到更强的驱动。

分母：风险评价降低是催发保险行情的常见因素，风险偏好因素在个别场景会叠加驱动。

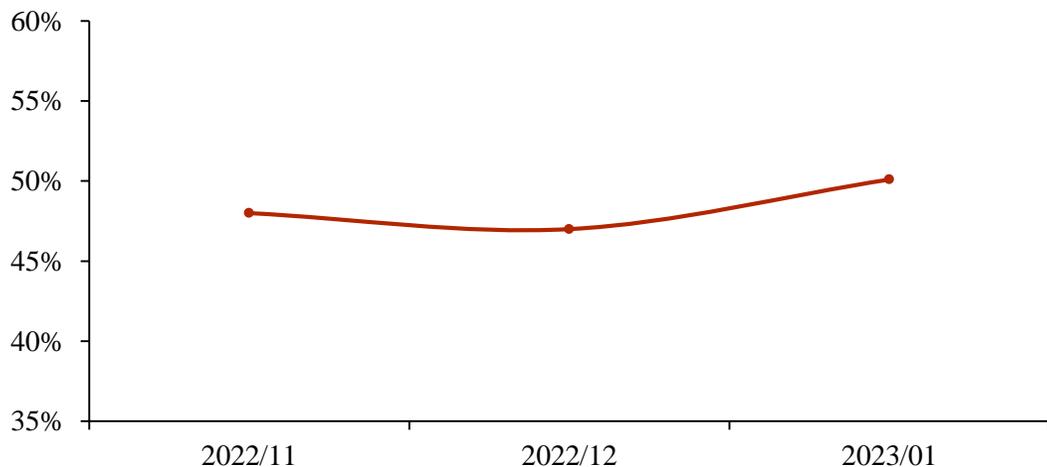
估值：在行情启动前，估值一般处于低位，或中等偏低水平。

	第1次	第2次	第3次	第4次	第5次	第6次
期间	2007.4-2007.10	2008.12-2009.7	2014.11-2015.4	2017.5-2018.1	2019.1-2019.6	2020.4-2020.11
持续时长	7个月	8个月	6个月	9个月	6个月	8个月
保险指数涨幅	151.0%	154.7%	104.0%	80.0%	55.0%	32.2%
沪深300涨幅	99.6%	100.3%	89.0%	24.8%	28.8%	35.0%
超额收益	51.4%	54.3%	15.0%	55.3%	26.2%	-2.8%
长端利率变化	自3.43%持续上升至4.49%， 上涨106BP	自3.04%触底2.67%后，震 荡上涨至3.5%，共上涨 47BP	自3.70%震荡下降至3.35%， 下降35BP	从3.49%持续上涨到3.91%， 共增长43BP	从3.17%到3.23%，略上升 5BP，基本持平	自2.56%上涨至3.25%，共 上涨70BP
价值变化	高增	深度反弹	高增	高增	恢复增长	下滑
风险评价	降低	降低	降低	降低	降低	降低
风险偏好	降低	降低	降低	提升	降低	降低
PB估值水平 (近5年分位、历史分位)	6.26 (31.9%、31.9%)	2.39 (0.2%、0.2%)	1.61 (14.5%、8.9%)	1.78 (37.9%、18.4%)	2.96 (54.7%、33.6%)	1.79 (12.2%、15.6%)
PE估值水平 (PE) (近5年分位、历史分位)	195.14 (97.8%、97.8%)	12.55 (0.6%、0.6%)	12.28 (17.0%、10.6%)	13.21 (56.2%、28.2%)	18.8 (6.3%、2.7%)	8.79 (0.1%、0%)

2022/11-2023/02：分子端权益、利率双因素共振，分母端风险评价降低，期初板块估值接近冰点，分子分母共驱，期间保险涨幅28.2%，超额收益16.3%。

- **背景介绍：**①经济筑底后复苏重启。疫情防控优化、感染迅速达峰后回落及稳增长一揽子政策措施持续发挥效应，国内经济处于回升态势，春节期间消费场景显著改善，PMI在22M12触底47%后，反弹跃至荣枯线上。②监管政策：延续强监管。总体看，严监管态势延续，包括规范人身险产品披露、建设行业销售人员能力资质分级体系、推动消费者权益保护等，同时，监管大力鼓励养老领域发展，个人养老金制度正式落地实施。
- **分子-股市：有所改善。**期间，上证综指、沪深300分别上涨10.5%、12%。
- **分子-利率：波动上行。**10年期国债收益率由22年11月初的2.66%，波动上行至23年2月底的2.9%，提升24BP。

PMI触底47%后跃升至50.1%



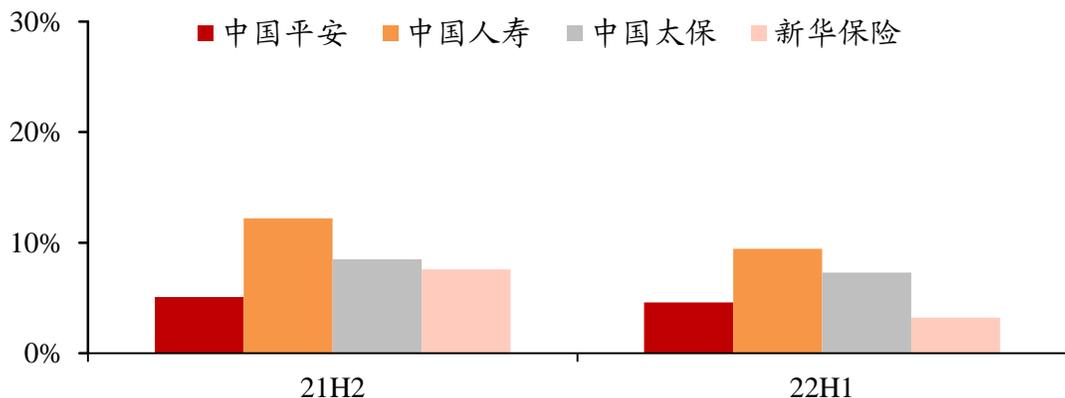
沪深300上涨12%，长端利率上行24BP



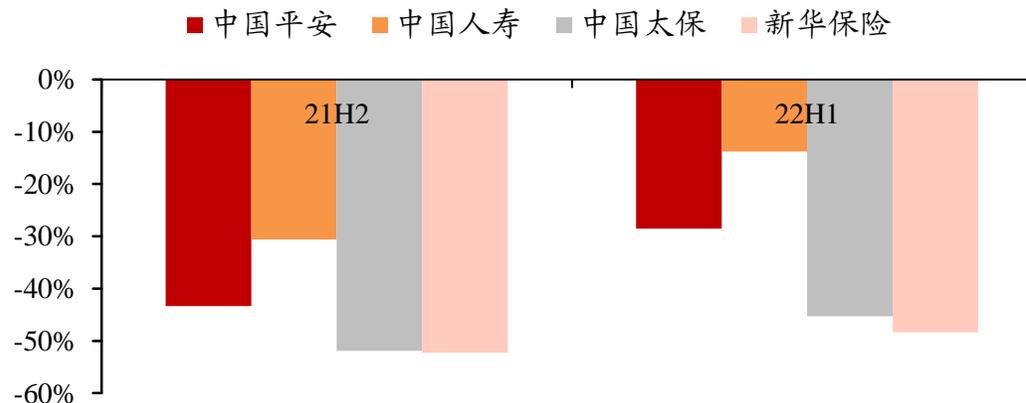
2022/11-2023/02：分子端权益、利率双因素共振，分母端风险评价降低，期初板块估值接近冰点，分子分母共驱，期间保险涨幅28.2%，超额收益16.3%。

- 分子-价值：NBV持续承压。**22H1，国寿/平安/太保/新华EV分别同增10%/5%/7%/3%，NBV分别同增-14%/-29%/-45%/-48%。①渠道：个险收缩，银保快增。22H1，各险企个险渠道均有所下滑，国寿/平安/太保/新华个险保费收入同比增速分别为-3%/-1%/-8%/-1%；多渠道发展、规模与价值并重思路下，银保渠道实现快增，保费收入同比增速分别为24%/21%/876%/8%。②产品：保障类产品增速分化。22H1，太保/新华保障类产品保费分别同增11%/14%，而平安长期保障型产品首年保费大幅下滑，同比-55.2%；期交业务改善节奏放缓，国寿/平安/太保/新华个险期交新单同比增速分别为1%/-13%/-35%/-23%。
- 分母：风险评价降低。**随着股市回暖、利率上行，保险板块的利差不确定性下降，同时，随着地产融资“三支箭”等政策支持，地产风险缓释，保险板块风险评价降低，分母端形成对保险行情的驱动。

22H1各险企EV同比增速均有下滑



22H1行业整体NBV持续承压但边际改善



2022/11-2023/02：分子端权益、利率双因素共振，分母端风险评价降低，期初板块估值接近冰点，分子分母共驱，期间保险涨幅28.2%，超额收益16.3%。

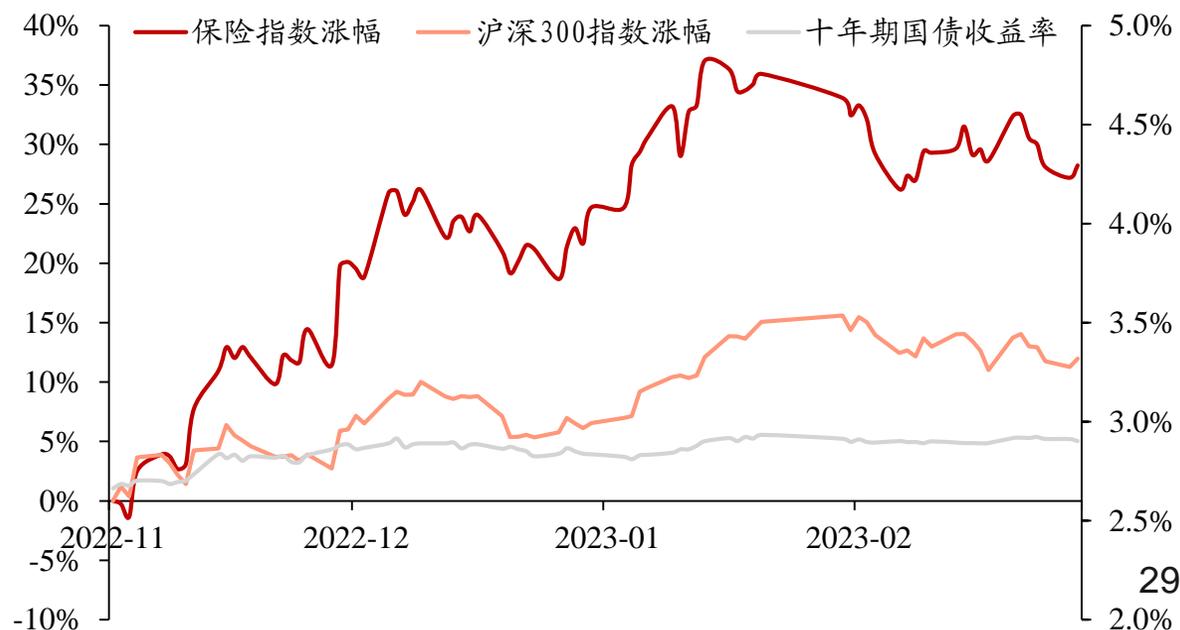
- **估值：冰点位置。**期间前期，板块PB估值1.0倍，处于历史极低的冰点位置；板块PE估值10.1倍，处于近5年14.4%分位，历史4.5%分位。
- **收益：超额16.3%。**该期间，保险板块绝对收益28.2%，相对沪深300的超额收益16.3%。保险指数从11月份开始三次快速上升随后下降，从12月底开始再次快速上升至1月中达到最高点，并在23年2月经历两次下降后再次平缓上升。

行情启动前的保险板块估值在冰点极低位置



数据来源：Wind，浙商证券研究所。

保险跑出超额收益16.3%



保险板块的上涨行情仍未结束，预计分子分母进一步共驱，其中，分子端从股市、利率双因素共振，走向股市、利率、价值三因素共振，分母端从风险评价驱动，走向风险评价与风险偏好共振，板块叠加低估值，以近5年PB均值（1.8倍）往下0.5倍的标准差看，仍有40%的上涨空间，继续看好。

分子分母共驱，叠加低估值

分子端盈利向好：

- **股市向好：**①经济修复：今年2月制造业PMI达到52.6%，供需双暖，经济修复力度超预期，为牛市重启奠定坚实基础；②超额储蓄：根据浙商宏观团队估算，2020-2022疫情3年，我国居民累计超额储蓄量约3.98万亿，这些资金或较难大规模形成消费或进入楼市，而资本市场则可能成为核心外溢方向。
- **利率上行：**随着经济复苏，长端利率有望继续上行，即便面临波动，预计大幅下行概率较低。
- **价值反转：**今年春节过后，代理人恢复正常展业，以增额终身寿险、年金险为主的储蓄类产品需求旺盛，随着居民收入预期改善，预计保障型产品销售仍将回暖，保险行业负债端NBV有望出现底部反转。

分母端评价降、偏好升：

- **风险评价降低：**受益于股市向好、利率上行，保险利差不确定性下降；随着地产销售回暖，地产风险进一步缓释；负债端有望结束过往3年持续下滑的趋势，价值增长的不确定性改善，多重因素利好，带来风险评价降低。
- **风险偏好提升：**大部分上市保司为国资控股，受益于中国特色估值体系带来的价值重估，保险板块偏好提升。

估值低位：

- 当前保险板块PB估值1.1倍，处于近5年的13%分位，处于历史4%分位；PE估值11.4倍，处于近5年的56.7%分位，处于历史21.1%分位。

预计保险行情延续，
看40%的上涨空间。

1、寿险负债端转型滞缓

如果寿险负债端改革转型滞缓，难以适应新的内外部环境，则负债端的价值反转较难出现。

2、经济复苏滞缓

如果疫情再次爆发，并导致超预期扩大蔓延，或者经济刺激政策效力有限，将导致中国经济增长放缓，居民消费需求不振，保险销售困难。

3、权益市场低迷

权益市场若持续低迷疲软，则将影响险企投资收益，拖累净利润。

4、房地产风险扩大

地产债务逾期、新房交付等问题若未能有效化解，可能扩大，进而波及更多的房企，地产投资风险加剧。

5、长端利率大幅下行

长端利率若出现快速的大幅下行，将显著影响投资收益，险企出现严重的利差损。

6、严监管政策加剧

监管政策若出现更为严厉的要求，将影响险企既有的业务节奏，压制业绩改善。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>