

保险 II 行业点评报告

引导降本提质，影响短空长多——监管组织协会以及人身险公司召开座谈会点评

增持（维持）

2023年03月23日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001
021-60199793
hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002
021-60199761
geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004
zhujieyu@dwzq.com.cn

投资要点

- **事件：**为引导人身险业降低负债成本，加强行业负债质量管理，银保监会人身保险监管部近日将组织保险行业协会以及 23 家人身险公司召开座谈会。
- **调研重点内容和背景，监管引导降本提质信号跃然纸上。**本次公司调研重点内容包括：负债成本情况、负债与资产匹配情况、对公司负债成本合理性的判断、降低责任准备金评估利率对公司和行业的影响以及对降低负债成本、提高负债质量的意见和建议。相关调研内容体现了监管对股债成本合理性的关注，鼓励各类机构（大中小型、银邮系、外资公司以及相互制机构）主动降成提质。此前监管层定期召开相关座谈会，本次三地临时召开座谈会预计是积极响应新一届高层对“大兴调查研究之风”的导向。
- **不影响偿二代下财务会计和内含价值，对存量业务利润释放不产生影响，但引导降低负债成本的长期信号值得关注。**责任准备金评估利率为偿一代下表述，偿二代下寿险合同负债由未到期责任准备金和未决赔款准备金组成。评估利率是否调整不影响偿二代下的会计准备金和偿付能力，只影响法定责任准备金的评估，目前执行的标准为年复利 3.5% 和预定利率的小者。但是，长期信号意义不可忽略，近年来受市场利率趋势性下行和权益市场大幅波动冲击，保险资金运用收益率持续低迷（2Q22 至 4Q22 人身险公司逐季年化财务投资收益率分别为 3.68%、3.48%、3.85%；年化综合投资收益率分别为 2.84%、1.51%、1.83%）。同时，资管新规下银行理财净值化转型和公募基金牛熊震荡已对投资者进行了较为充分的教育，距离上轮费改（2013 年）和人身保险业责任准备金评估利率形成机制制定（2019 年），竞品收益率中枢逐步下行，未来预定利率跟随评估利率下行。
- **对行业影响“短空长多”，我们从短期、中期和长期三个维度分析。**从短期来看，引导降低负债成本将大幅刺激产品销售，尤其是普通型养老金或 10 年以上的普通型长期年金，老产品停售炒作难以避免。中期来看，预定利率跟随评估利率下行，保险公司分红险占比提升，传统险业务占比下降，虽然储蓄型业务吸引力略有下降，但分红险占比提升有望缓解人身险公司刚性负债成本压力，值得注意的是，寿险产品本身保本属性有望进一步强化。长期来看，有望引导人身险公司降低负债成本。座谈会召开体现监管防范利差损风险信号，叠加此前监管规范增额终身寿险竞争乱象、财政部发行 230 亿元 50 年期国债等措施，未来行业淡化开门红，聚焦长期储蓄和保障型产品将逐步成为共识。
- **客观来看，当前准备金评估利率具备下降外部条件。**2019 年银保监会发布的《关于完善人身保险业责任准备金评估利率形成机制及调整责任准备金评估利率有关事项的通知》明确基于对市场利率未来走势、行业投资收益率等因素的判断确定评估利率参考值，并结合人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会的意见，适时调整评估利率水平，我们预计新的评估利率范围为 2.71% 至 2.91% 的范围内，经调整后的平均财务投资收益率为 3.79%。
- **投资建议：**监管核心思路在于规范人身保险市场秩序，通过引导人身险公司降低负债成本、提高负债质量推动人身险行业高质量发展。引导降本提质，影响短空长多。个股推荐顺序：中国太保、中国平安、中国人寿和中国财险。
- **风险提示：**产品吸引力下降，疫情散发拖累资产负债两端

行业走势



相关研究

《添酒回灯重开宴——保险板块异动点评》

2023-03-01

《上市险企 1 月保费数据点评：春节错位拖累新车保费，疫情放开压制开门红需求释放》

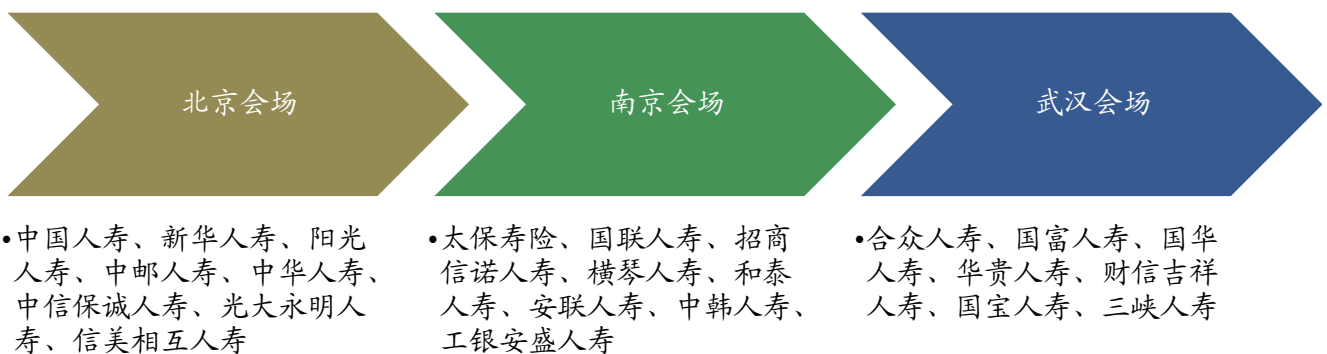
2023-02-21

图1: 银保监会人身保险监管部近日组织召开座谈会调研重点内容



数据来源: 财联社、证券时报、东吴证券研究所

图2: 监管三地召开座谈会主要公司



数据来源: 证券时报、东吴证券研究所

表1: 10年期国债到期收益率及750天移动平均线变化(单位: %)

2016年至今	10年期国债到期收益率	750天移动平均线
均值	3.13	3.30
中位数	3.10	3.31
最大值	3.99	3.78
最小值	2.48	2.91
标准差	0.35	0.21

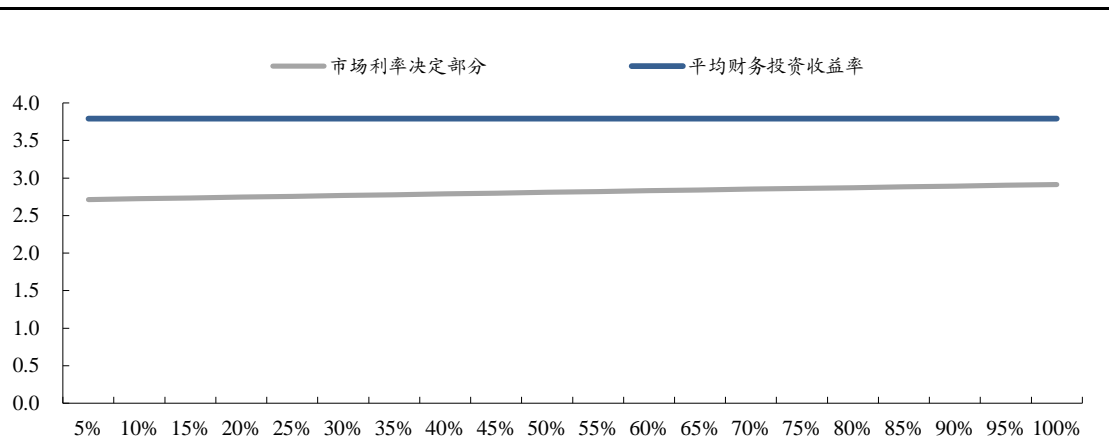
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表2: 责任准备金评估利率测算假设

项目	数据(单位: %)	备注
市场基准利率	2.91	10年国债750天移动平均线
市场利率的上限	3.12	市场基准利率+1倍标准差(2016年至今)
市场利率的下限	2.70	市场基准利率-1倍标准差(2016年至今)
寿险公司近3年投资收益率	4.73	行业近三年平均总投资收益率
信用溢价	0.94	近三年10年期AAA企业债收益率-国债
综合财务投资收益率	3.79	保险业近三年投资收益率-信用溢价

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 责任准备金评估利率测算(横轴为权重W1, 纵轴为利率单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 评估利率参考公式为: $i = \min(r, int)$ 其中: 1. int 为保险业近三年风险调整后的平均财务投资收益率, 即将保险业近三年平均财务投资收益率扣除对信用风险及再投资风险

的补偿。2. r 为市场利率决定部分, 公式如下: $r = r^{floor} + w_1 \times [\min(r, r^{cap}) - r^{floor}] + w_2 \times [\max(r, r^{floor}) - r^{cap}] - c$ 以上公式中, r 为基准市场利率, r^{cap} 、 r^{floor} 分别为

基准市场利率的上限和下限, w_1 、 w_2 为不同的权重系数, c 为红利隐性成本。以10年期国债750天移动平均值为基准市场利率, 通过对基准市场利率的历史经验以及未来走势的判断, 动态设定基准市场利率上下限值。基准市场利率介于上下限之间及低于下限的部分认定为常规波动、超出上限的部分认定为非常规波动, 分别按不同权重计入评估利率。对分红型人身保险, 扣减红利隐性成本。

表3: 上市险企估值表 (以 2023 年 3 月 22 日股价计)

代码	EVPS	收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/EV	2021A	2022E	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	46.50	76.34	77.89	83.87	90.01	中国平安	0.61	0.60	0.55	0.52
601628.SH	中国人寿	33.90	42.56	45.66	49.50	53.32	中国人寿	0.80	0.74	0.68	0.64
601601.SH	中国太保	26.29	51.80	55.25	60.49	65.12	中国太保	0.51	0.48	0.43	0.40
601336.SH	新华保险	29.98	82.96	84.63	91.75	99.37	新华保险	0.36	0.35	0.33	0.30
代码	EPS	收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/E	2021A	2022E	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	46.50	5.56	4.58	7.27	8.62	中国平安	8.36	10.15	6.39	5.40
601628.SH	中国人寿	33.90	1.80	1.17	1.80	2.04	中国人寿	18.82	29.10	18.85	16.65
601601.SH	中国太保	26.29	2.79	2.47	3.18	3.63	中国太保	9.42	10.62	8.26	7.25
601336.SH	新华保险	29.98	4.79	2.64	4.05	4.44	新华保险	6.26	11.34	7.41	6.76
代码	BVPS	收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/B	2021A	2022E	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	46.50	44.44	46.16	49.79	54.79	中国平安	1.05	1.01	0.93	0.85
601628.SH	中国人寿	33.90	16.93	17.58	19.09	20.62	中国人寿	2.00	1.93	1.78	1.64
601601.SH	中国太保	26.29	23.57	25.19	27.57	30.09	中国太保	1.12	1.04	0.95	0.87
601336.SH	新华保险	29.98	34.77	34.08	37.58	41.06	新华保险	0.86	0.88	0.80	0.73
代码	BVPS	收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/B	2021A	2022E	2023E	2024E
2328.HK	中国财险	7.55	9.12	9.90	10.89	11.95	中国财险	0.73	0.67	0.61	0.55

数据来源: Wind, 公司财报, 东吴证券研究所

注: 除中国财险外, 以上公司皆为 A 股上市险企, 其中 A 股上市险企股价单位统一为人民币, 港股 (H 股) 险企股价单位统一为港元, 估值数据则按照 1 港元=0.8764 元人民币汇率计算, 数据更新至 2023 年 3 月 22 日, 上述公司盈利预测均来自东吴证券研究所, 均为已覆盖标的。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

