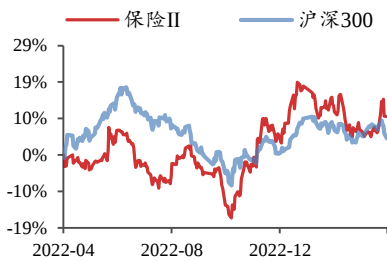


保险 II

2023 年 04 月 24 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《数据验证 Q1 供需改善，趋势延续 Q2 有望超预期——上市保险公司 3 月保费收入数据点评》-2023.4.18

《不影响保险业务实质，利于筛选优质险企——新金融工具、保险合同准则深度解析报告》-2023.4.17

《寿险供需有望接力改善，Q1 NBV 同比或超市场预期——上市险企 2022 年报综述暨一季报前瞻》-2023.4.6

负债成本下降长短期均利好保险行业，中期影响有限

——上市险企负债成本调整研究深度报告

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

吕晨雨（分析师）

lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790522090002

● 行业负债成本下降短期利好新单销售，长期利好估值提升，中期影响有限

监管于 2023 年 3 月底调研险企负债成本，于 2023 年 4 月 20 日附近进行窗口指导，要求新开发产品定价利率自 3.5% 降至 3.0%，尚未明确高定价产品退市时限，预计仍将设置过渡期。具体影响看，负债成本下降短期内将引起产品需求提前释放；中期来看，由于产品需求提前释放，产品切换期销售端或面临一定压力，但我们预计影响弱于重疾定义切换，但高于 4.025% 定价产品退市。长期看，负债成本下降将有效降低险企利差损风险，有望提振保险股 PEV 估值。对于中大型险企来讲，产品价格竞争有望减弱，市占率有望回升。考虑到宏观经济复苏势头良好，居民投资意愿有所回升，储蓄型保险产品需求或维持相对高位，银保渠道受自身及外部因素双重利好有望保持明显增长，我们预计 2023Q1 上市险企 NBV 同比将明显改善；同时，市场对 Q1 NBV 转正已有预期，我们认为储蓄型产品供需改善趋势有望在 2 季度延续，叠加高定价产品销售阶段性走高，我们预计保险负债端 2023Q2 仍有望超市场预期。继续首推估值空间仍较大且 NBV 预期边际改善明显的中国太保，推荐中国平安和中国人寿，港股推荐友邦保险和众安在线。

● 后端调控带动成本下移，当前险企投资足以覆盖负债成本

我国保险产品定价监管变化可分为三个阶段：第一阶段 1999-2010 年：应对利差损风险，管控前端产品预定利率；第二阶段 2010-2015 年：激活行业创新发展活力，放开前端，管住后端，适度提升评估利率。第三阶段 2016-至今：未雨绸缪，应对未来投资端压力，下调后端牵动前端。由于险企并未披露负债成本，我们通过 CRIA 模型反推进行估算负债成本，并与投资收益率结合分析。自 2011 年以来总投资收益率与测算负债成本差值均值分别为：中国平安+1.6%、新华保险+1.3%、中国人寿+1.2%、中国太保+1.0%，多数时期险企投资收益率足以覆盖负债成本，负债成本降低或降低上市险企上述差值差异。

● 短期利好新单，长期利好估值，中期或迎一定压力

具体影响看，负债成本下降短期内将引起产品需求提前释放，相较于银行定期存款、银行理财产品以及基金产品，储蓄型保险产品具有“保底、刚兑”属性以及相对较确定预期收益，我们测算部分产品 IRR 可达到 3.2%-4.3% 区间，产品退市将引起需求提前释放；中期来看，由于产品需求提前释放，产品切换期销售端或面临一定压力，但我们预计影响弱于重疾定义切换，但高于 4.025% 定价产品退市，主要原因有四：（1）重疾险覆盖率相对较高且需求维度存在差异；（2）重疾定义切换宣传过渡；（3）4.025% 预定利率产品数量较少；（4）居民理财投资需求多为同时点横向对比，储蓄型保险产品具有相对优势。长期看，负债成本下降将有效降低险企利差损风险，提升利差益确定性，从而带动长期盈利概率上升，有望提振保险股 PEV 估值。对于中大型险企来讲，产品价格竞争有望减弱，“保险+服务”将进一步成为竞争优势及壁垒，市占率有望回升。

● 风险提示：保险需求复苏不及预期；长端利率超预期下行。

目 录

1、 监管调研险企负债成本，长短期均利好保险行业.....	4
2、 后端调控带动成本下移，当前险企投资足以覆盖负债成本.....	5
2.1、 我国保险产品定价监管变化可分为三个阶段.....	5
2.2、 多数时期险企投资收益足以覆盖测算负债成本.....	7
3、 短期利好新单，长期利好估值，中期或迎一定压力.....	10
4、 投资建议.....	14
4.1、 展望：投资意愿改善，收入预期提升，保险需求有望持续修复.....	14
4.2、 投资建议.....	17
5、 风险提示.....	18

图表目录

图 1： 自 2011 年来长端利率整体呈现下行趋势.....	4
图 2： 中国平安储蓄混合型产品价值占比有所提升.....	4
图 3： 2020 年以来上市险企银保渠道价值占比有所提升.....	4
图 4： 近年来货币基金收益率呈现下行趋势.....	5
图 5： 1990 年代我国 3 年期定期存款利率最高超 15%.....	6
图 6： 我国保险产品评估利率、预定利率管理变动可分为三个阶段.....	6
图 7： 负债成本可通过 CRIA 模型进行测算估计.....	8
图 8： 单年度负债成本或受到准备金计提、投资收益等影响波动明显.....	8
图 9： 自 2020 年以来测算负债成本有所上升.....	8
图 10： 多数时期净投资收益率足以覆盖测算负债成本.....	9
图 11： 2022 年部分险企总投资收益率无法覆盖测算负债成本.....	9
图 12： 部分中小型险企 2015-2017 年期间万能险平均结算利率高于上市险企.....	10
图 13： 目前招商银行 5 年定期存款利率在 3% 以下.....	11
图 14： 自 2012 年以来，银行定期存款利率（5 年）呈现下降趋势，最新为 2.65%.....	13
图 15： 2023 年 3 月末住户人民币存款余额已达 130 万亿元.....	13
图 16： 友邦保险死差、费差占比较高.....	14
图 17： 友邦保险近 5 年 PEV 估值高于内资险企.....	14
图 18： 头部险企市占率在 2013-2017 年降幅增大.....	14
图 19： 2023Q1 居民投资意愿环比改善.....	15
图 20： 14.1% 的受访居民未来三个月准备增加保险支出.....	15
图 21： 2022 年多数险企银保价值同比增长.....	16
图 22： 2022 年上市险企银保价值占比提升.....	16
图 23： 2023Q1 居民收入感受及信心指数均较 2022Q4 环比改善.....	17
表 1： 2023 年上半年普通型产品评估利率为 3.5%.....	7
表 2： 普通型产品包含险种较多，分红型、万能型通常为终身寿险、两全保险、年金保险.....	10
表 3： 泰康人寿岁添福增额终身寿险测算 IRR 最高可达 3.2%.....	11
表 4： 中国人寿鑫享未来产品计划 IRR 最高可达 4.3%.....	11
表 5： 2023 年 3 月我国多项热度指数出现明显改善.....	16
表 6： 受益标的估值表-寿险.....	18

表 7： 受益标的估值表-财险	18
-----------------------	----

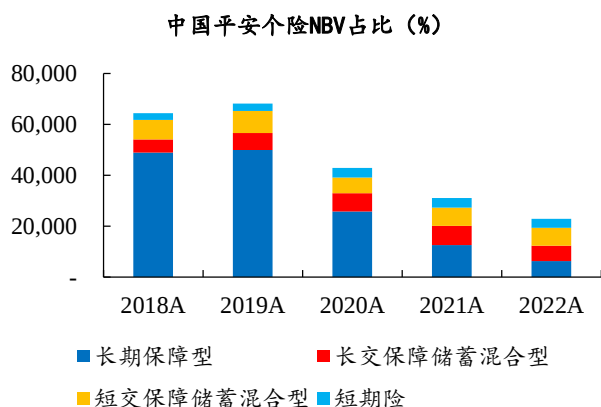
1、监管调研险企负债成本，长短期均利好保险行业

监管调研险企负债成本，窗口指导下调新产品定价利率。据财联社报道，监管于2023年3月下旬对寿险公司进行调研，关注各类型产品预定利率、分红水平、结算利率以及历史投资水平、资产负债匹配等情况，并引导人身保险行业降低负债成本，预计监管及行业已对降低行业负债成本达成共识。2023年4月20日，据财联社报道，监管部门近期召集保险公司进行窗口指导，调整新开发产品定价利率，要求新开发产品定价利率从3.5%降至3.0%。考虑到分红型产品通常以2.5%作为定价利率，预计本次调整主要涉及普通型产品。本次负债成本优化预计主要受两种原因推动：（1）宏观经济增长动能切换，长端利率中枢或下行，险企长期投资收益率或迎一定压力；（2）近年来保险公司产品及渠道结构发生改变，银保渠道及储蓄型保险产品占比有所提升，利差风险受到持续关注。

图1：自2011年来长端利率整体呈现下行趋势

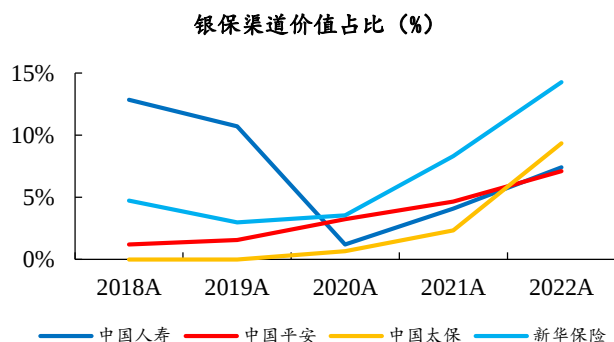


图2：中国平安储蓄混合型产品价值占比有所提升



数据来源：中国平安公司公告、开源证券研究所

图3：2020年以来上市险企银保渠道价值占比有所提升



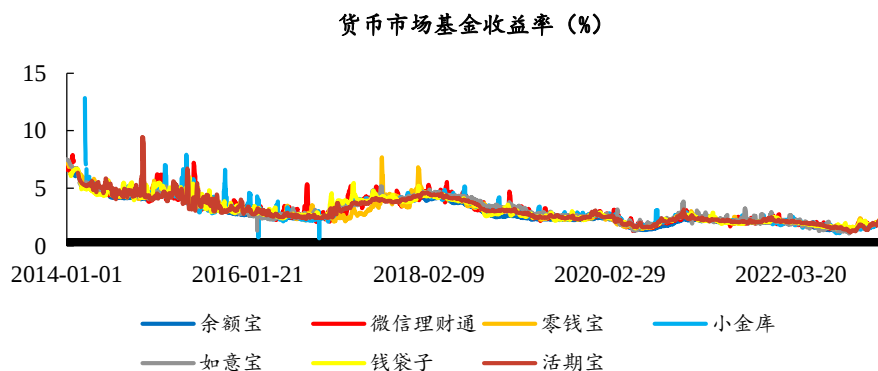
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

短期、长期均利好行业，中期化解需求透支时间或短于重疾定义切换带来透支。从消费者角度看，负债成本降低将提升部分保险产品价格上升或降低储蓄型产品的预期收益率，因此，当保险市场出现负债成本即将下降的消息后，短期内高定价利率的保险产品需求或有所提升，有助于险企短期新单销售。从保险公司角度看，负债

成本下降将利于长期控制利差损益，帮助险企应对低利率环境，降低利差损风险，提升长期盈利概率并增强 EV 可信度，有助于提升保险公司 PEV 估值。

中期来看，短期销量提升或带来需求提前释放以及后续产品吸引力下降，但我们预计本次调整影响将明显短于重疾定义切换带来的重疾险需求释放影响：（1）储蓄型产品需求恢复速度高于保障型产品，居民随着收入创造将不断产生资产配置需求；保障型产品来看，消费者对其价格敏感性更低且可通过调整预定费用率及发生率一定程度上对冲预定利率变动；（2）低利率背景下，居民将逐步接受并适应低预定利率及低预期收益率产品，整体过程与货币基金市场预期收益率变动过程类似；（3）浅层次重疾险需求覆盖相对充足，行业 2007-2018 年累计承保重疾险近 2 亿人次，重疾定义切换进一步释放较多浅层次重疾险需求。

图4：近年来货币基金收益率呈现下行趋势



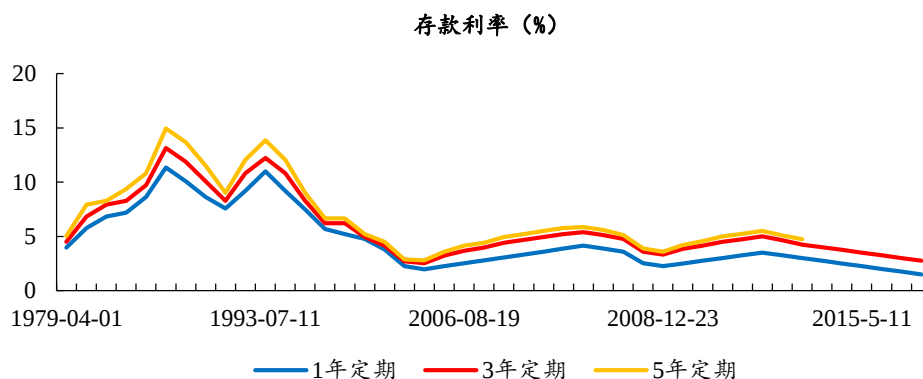
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：收益率为 7 日年化收益率。

2、后端调控带动成本下移，当前险企投资足以覆盖负债成本

2.1、我国保险产品设计定价监管变化可分为三个阶段

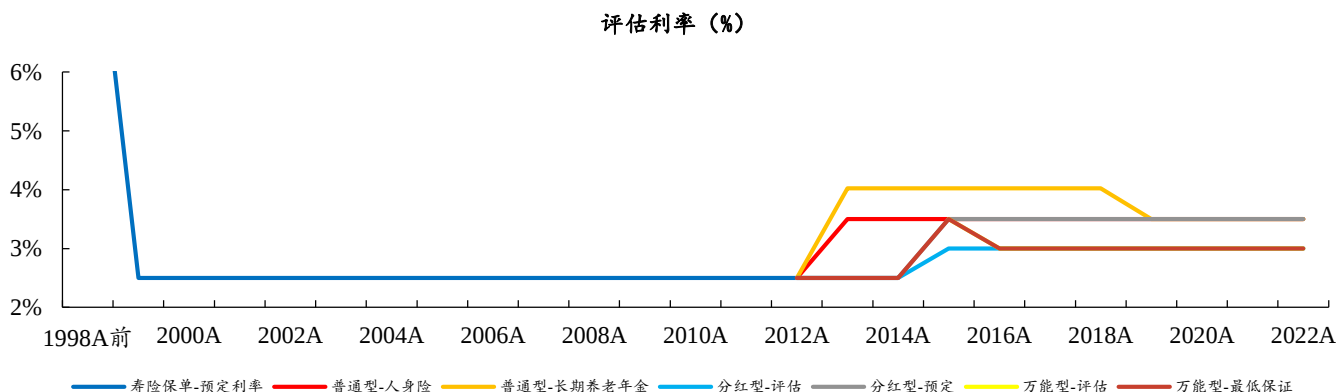
第一阶段：应对利差损风险，管控前端产品预定利率。1999 年前，我国保险公司可自行设定产品预定利率，由于当时存款利率相对较高，1993 年最高超 13%，若保险产品预定利率设定过低将缺乏产品竞争力，导致预定利率走高。但随着 1996 年后银行存款利率快速下降，以及部分日本寿险公司受利差损影响在 1990 年代倒闭，我国保监会于 1999 年 6 月 10 日发布《关于调整寿险保单预定利率的紧急通知》，将寿险保单预定利率调整为不超过年复利 2.5%，并叫停超过 2.5% 的保单销售。

图5：1990 年代我国 3 年期定期存款利率最高超 15%


数据来源：Wind、开源证券研究所

第二阶段：激活行业创新发展活力，放开前端，管住后端，适度提升评估利率。2010 年，为促进保险行业发展，鼓励产品创新，保监会启动放开人身保险预定利率的工作，并于 2013 年正式放开普通型保险产品预定利率，通过“放开前端，管住后端”的方式实现产品创新以及风险监管，随后于 2015 年放开分红型、万能型产品预定利率及最低保证利率。普通型产品预定利率不高于评估利率上限报保监会备案，高于评估利率报保监会审批，万能型产品同理，分红型产品预定利率备案、审批分割上限为 3.5%，与评估利率 3.0% 存在一定差异。

第三阶段：未雨绸缪，应对未来投资端压力，下调后端牵动前端。2016 年，由于万能险评估利率上限放开至 3.5%，部分中小险企开发定价激进产品，市场竞争相对激烈，监管下调万能险评估利率上限至 3.0%，以防范利差损风险，保障保险公司长期履约能力。2019 年，为应对保险业投资端未来可能面临的压力，防范利差损风险，监管自 4.025%（3.5% 的 1.15 倍）下调养老金评估利率至 3.5%。本次引导负债成本下降仍处第三阶段下降周期。

图6：我国保险产品评估利率、预定利率管理变动可分为三个阶段


数据来源：银保监会官网、开源证券研究所

注：上图除明确标注对应利率类别外，均为评估利率；寿险保单-预定利率为预定利率上限；分红型预定利率数据为产品备案、审批划分利率；普通型评估利率数据与产品备案、审批划分利率一致；万能型评估利率数据与产品备案、审批划分利率一致。

表1：2023 年上半年普通型产品评估利率为 3.5%

年度	寿险保单- 预定利率	普通型-人身险	普通型- 长期养老年金	分红型-评估	分红型-预定	万能型-评估	万能型- 最低保证
1998A 前	10%	-	-	-	-	-	-
1999A	2.50%	-	-	-	-	-	-
2000A	2.50%	-	-	-	-	-	-
2001A	2.50%	-	-	-	-	-	-
2002A	2.50%	-	-	-	-	-	-
2003A	2.50%	-	-	-	-	-	-
2004A	2.50%	-	-	-	-	-	-
2005A	2.50%	-	-	-	-	-	-
2006A	2.50%	-	-	-	-	-	-
2007A	2.50%	-	-	-	-	-	-
2008A	2.50%	-	-	-	-	-	-
2009A	2.50%	-	-	-	-	-	-
2010A	2.50%	-	-	-	-	-	-
2011A	2.50%	-	-	-	-	-	-
2012A	2.50%	-	-	-	-	-	-
2013A	-	3.50%	4.025%	2.50%	2.50%	-	2.50%
2014A	-	3.50%	4.025%	2.50%	2.50%	-	2.50%
2015A	-	3.50%	4.025%	3.00%	3.50%	3.50%	3.50%
2016A	-	3.50%	4.025%	3.00%	3.50%	3.00%	3.00%
2017A	-	3.50%	4.025%	3.00%	3.50%	3.00%	3.00%
2018A	-	3.50%	4.025%	3.00%	3.50%	3.00%	3.00%
2019A	-	3.50%	3.50%	3.00%	3.50%	3.00%	3.00%
2020A	-	3.50%	3.50%	3.00%	3.50%	3.00%	3.00%
2021A	-	3.50%	3.50%	3.00%	3.50%	3.00%	3.00%
2022A	-	3.50%	3.50%	3.00%	3.50%	3.00%	3.00%

数据来源：银保监会官网、开源证券研究所

注：上表除明确标注对应利率类别外，均为评估利率；寿险保单-预定利率为预定利率上限；分红型预定利率数据为产品备案、审批划分利率；普通型评估利率数据与产品备案、审批划分利率一致；万能型评估利率数据与产品备案、审批划分利率一致。

2.2、多数时期险企投资收益足以覆盖测算负债成本

测算负债成本随产品设计及定价情况有所波动。由于险企并未披露负债成本，我们通过 CRIA 模型反推进行估算负债成本，受到测算方式以及财务列报的限制，测算结果或略高于实际负债成本，但我们依旧可通过测算结果进行趋势判断以及并将结果作为负债成本排序的参考。同时，由于单年度准备金计提、投资收益以及费用投入均有可能导致较大波动，我们进一步对测算数据采取三年移动平均的方式进行平滑。测算结果来看，多数险企负债成本在 2013 年产品预定利率放开前均保持较低水平，2015 年随着万能险最低保证利率放开明显上升，随后有所下降，2020-2022 年以来储蓄型产品占比有所提升，带动负债成本微幅提升。

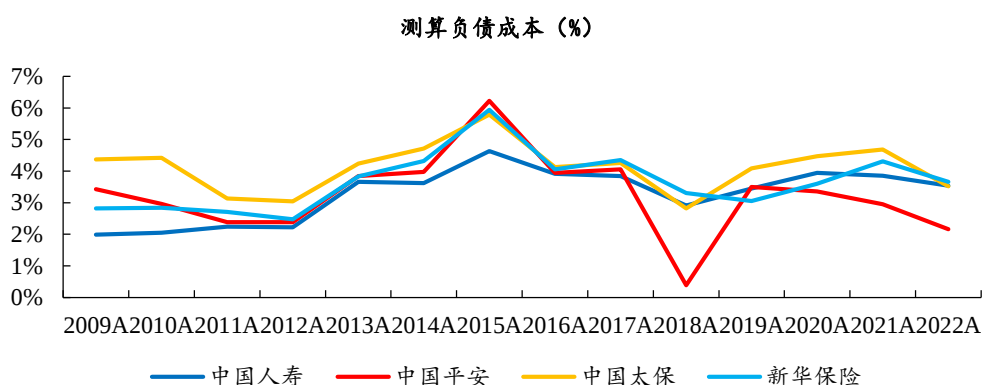
图7：负债成本可通过 CRIA 模型进行测算估计

$$ROE = \frac{(I - R) \times A}{E} = \frac{E \times I + (A - E) \times (I - R)}{E} = I + \frac{(A - E)}{E} \times (I - R)$$

$$ROE - I = \frac{(A - E)}{E} \times (I - R) \quad R = \frac{A \times I - ROE \times E}{A - E}$$

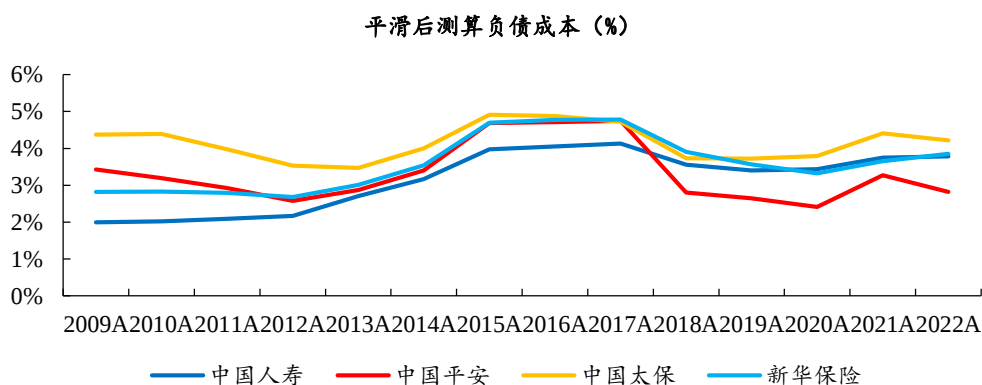
资料来源：开源证券研究所

图8：单年度负债成本或受到准备金计提、投资收益等影响波动明显



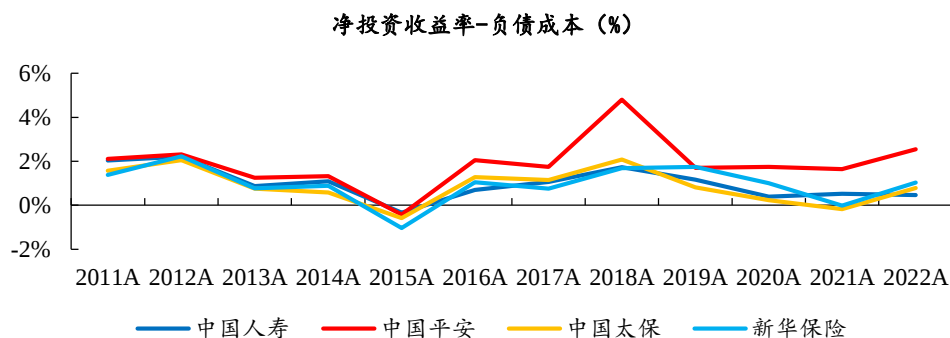
数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

图9：自 2020 年以来测算负债成本有所上升

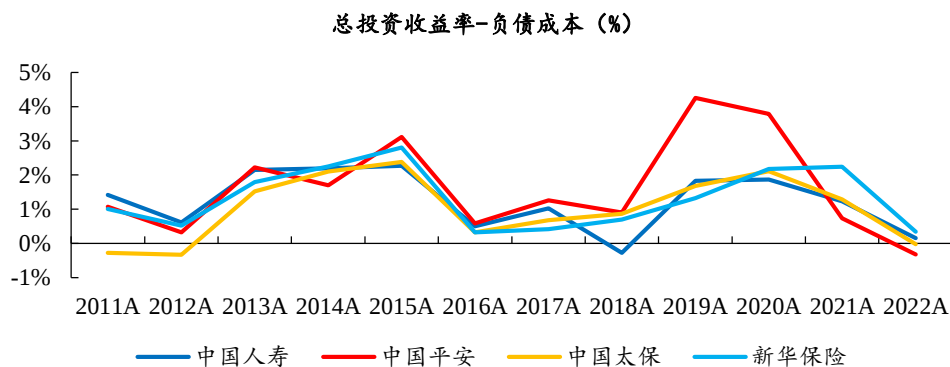


数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

多数时期净投资收益率足以覆盖负债成本。我们将上市险企净投资收益率与总投资收益率与平滑后的测算负债成本相减，净投资收益率多数时期能够覆盖负债成本，仅在 2015 年以及 2021 年部分险企出现净投资收益率无法覆盖的情况。然而，总投资收益率可以在上述两个时段作为补充覆盖负债成本。但 2022 年由于权益市场表现相对波动，部分险企总投资收益率无法覆盖负债成本。

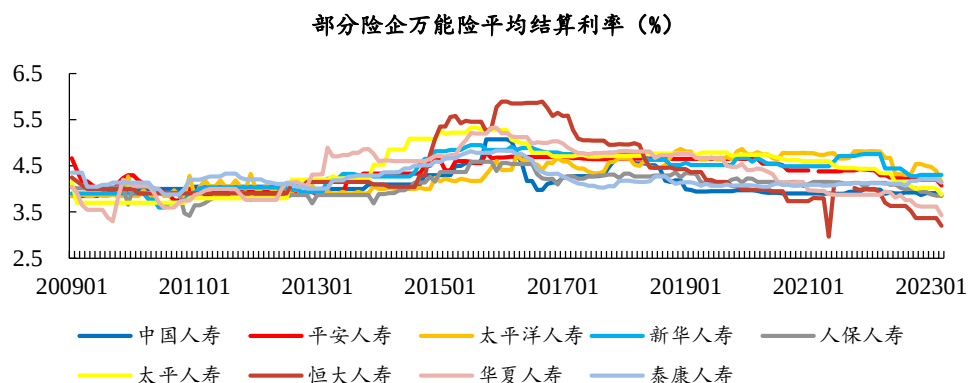
图10：多数时期净投资收益率足以覆盖测算负债成本


数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

图11：2022 年部分险企总投资收益率无法覆盖测算负债成本


数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

部分中小型险企万能险结算利率曾高于头部险企。万能型产品除了具有保险保障功能外，还具有不定期、不定额追加保险费，灵活调整保险金额以及领取部分或全部保单账户价值的特点。由于万能型产品可以灵活领取账户价值且通常具有最低保证结算利率及高于最低保证利率的实际结算利率，万能险具有一定储蓄投资功能。2015年最低保证利率放开后，万能险平均结算利率有所提升，近年来受到监管调控以及投资收益率下降影响，平均结算利率有所下降。

图12：部分中小型险企 2015-2017 年期间万能险平均结算利率高于上市险企


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、短期利好新单，长期利好估值，中期或迎一定压力

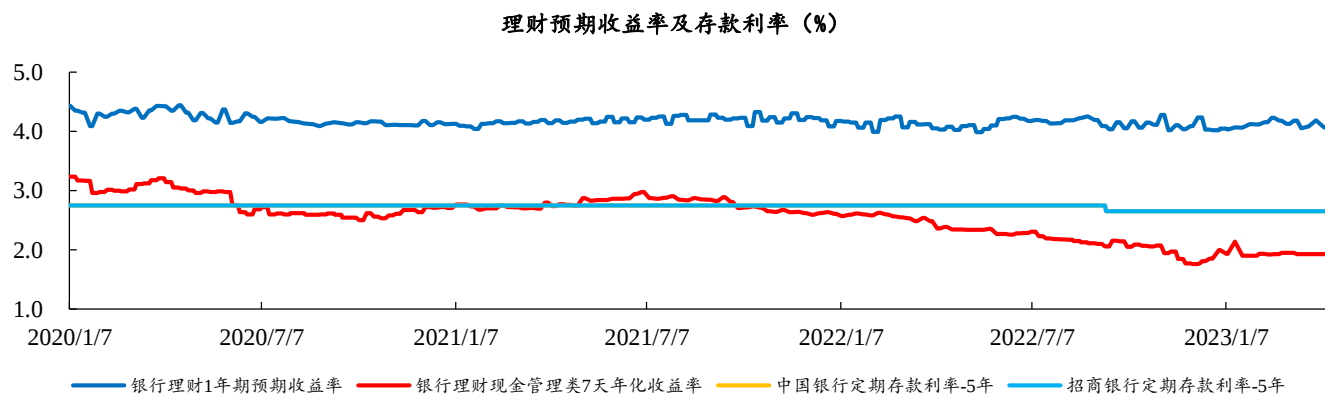
普通型、分红型、万能型为当前市场主流产品类型。当前市场主流保险产品类型可分为三类：普通型、分红型及万能型（投资连结保险与利差返还型未包含）。普通型保险产品即为传统保险产品，无未来浮动收益；分红型保险产品通常为终身寿险、两全保险、年金保险，通过较低预定利率与未来相关账户分红相结合，预定利率通常为 2.5%，保险公司为分红险设立一个或多个单独账户，并单独管理、核算，并将可分配盈余按比例分配给客户（不低于 70%）；万能型保险产品通常为终身寿险、两全保险、年金保险，设定最低保证结算利率，按照不低于最低保证结算利率定期结算账户价值，具有一定储蓄、理财属性。预计本次引导负债成本下降涉及普通型保险产品概率较大。

表2：普通型产品包含险种较多，分红型、万能型通常为终身寿险、两全保险、年金保险

产品类型	险种	特点
普通型	定期寿险、终身寿险、两全保险、年金保险、健康保险、意外伤害保险	传统保险产品
分红型	终身寿险、两全保险、年金保险	新型保险产品，预定利率通常为 2.5%，单独设立分红险账户，保单持有人获得分红比例不低于可分配盈余的 70%
万能型	终身寿险、两全保险、年金保险	新型保险产品，具有最低保证结算利率，最低保证利率通常为 2.0-2.5% 区间，目前实际结算利率通常高于最低保证利率

资料来源：开源证券研究所

当前保险产品具有一定吸引力，负债成本调整或引起需求短期内释放。目前，招商银行、中国银行 5 年定期存款年利率为 2.65%，略高于现金类银行理财 7 天年化收益率，但低于 1 年期银行理财。同时，我们选取泰康人寿岁添福增额终身寿险以及中国人寿鑫享未来产品计划进行 IRR 对比测算，30 岁男性、3 年交的前提下，在第 30 个保单年度、被保险人 60 岁时，测算 IRR 可达 3.1%，鑫享未来产品计划（两全险+万能险）则可在第 30 个保单年度、被保险人 60 岁时整体测算 IRR 达到 4.0%，实现了长期、稳健、保底且高于商业银行 5 年期定期存款的收益率。产品具有一定吸引力，若监管引导负债成本降低，此前高预定利率产品逐步退市或将引起储蓄型保险产品需求短期释放，带动保险公司当期负债端表现改善。

图13：目前招商银行5年定期存款利率在3%以下


数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：泰康人寿岁添福增额终身寿险测算 IRR 最高可达 3.2%

保单年度	客户年龄	累计保费	现金价值	身故保险金	IRR
6	36	700,515	703,950	1,120,824	0.1%
10	40	700,515	805,300	1,120,824	1.8%
15	45	700,515	954,850	980,721	2.4%
20	50	700,515	1,133,700	1,133,700	2.7%
25	55	700,515	1,345,850	1,345,850	2.9%
30	60	700,515	1,597,400	1,597,400	3.0%
35	65	700,515	1,895,050	1,895,050	3.1%
40	70	700,515	2,246,400	2,246,400	3.1%
45	75	700,515	2,659,550	2,659,550	3.2%
50	80	700,515	3,141,950	3,141,950	3.2%
55	85	700,515	3,699,000	3,699,000	3.2%
60	90	700,515	4,330,600	4,330,600	3.2%
65	95	700,515	5,026,200	5,026,200	3.2%
70	100	700,515	5,759,500	5,759,500	3.1%
75	105	700,515	6,486,750	6,486,750	3.1%

数据来源：泰康人寿官网、开源证券研究所

注：测算参数：投保被保险人一致、30岁男性、保额50万、缴费期3年。

表4：中国人寿鑫享未来产品计划 IRR 最高可达 4.3%

保单年度	客户年龄	累计保费	现金价值	IRR
6	36	300,050	62,096	-33.5%
10	40	300,050	377,245	2.8%
15	45	300,050	469,548	3.5%
20	50	300,050	585,142	3.7%
25	55	300,050	729,193	3.9%
30	60	300,050	908,708	4.0%
35	65	300,050	1,132,415	4.1%

保单年度	客户年龄	累计保费	现金价值	IRR
40	70	300,050	1,411,195	4.1%
45	75	300,050	1,758,606	4.2%
50	80	300,050	2,191,543	4.2%
55	85	300,050	2,731,061	4.2%
60	90	300,050	3,403,399	4.3%
65	95	300,050	4,241,255	4.3%
70	100	300,050	5,285,375	4.3%

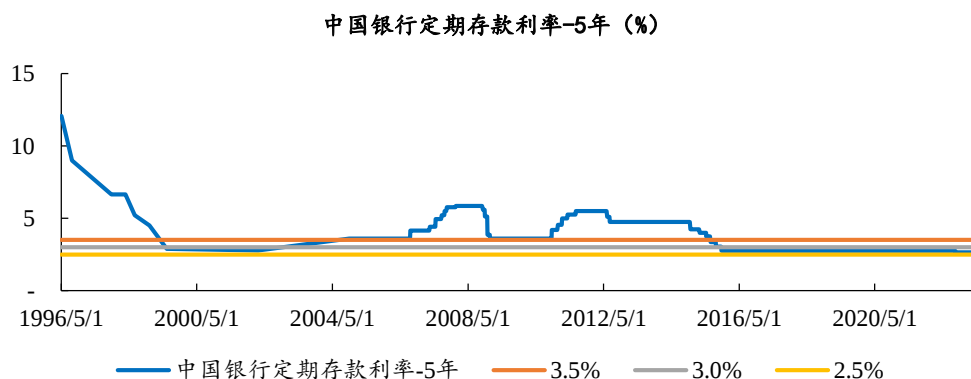
数据来源：中国人寿官网、开源证券研究所

注：测算参数：投保被保险人一致、30岁男性、保额149570元、缴费期3年、两全险主险保障期8年，万能险结算利率4.5%。

预计产品退市后新单销售承压幅度优于此前重疾险定义切换。中期维度看，高预定利率产品退市后，储蓄型产品新单销售或承受一定压力，但我们预计影响相对较小且将快速修复，整体影响将弱于2021年1月重疾定义切换，但高于4.025%预定利率产品退市，主要原因为：（1）重疾险此前覆盖率相对较高，浅层次需求满足后加保难度较高且需等待年轻客户群体支付能力提升，需求提前释放后需要一定时间修复，而居民收入创造带来的资产配置需求恢复较快；（2）重疾定义切换宣传过度，导致消费者对新重疾定义存在误解，高预定利率产品宣传对后续接力产品影响相对较小；（3）4.025%预定利率产品数量相对较少，通常为普通型养老年金或保险期间为10年及以上的其它普通型年金保单，而本次涉及产品范围较大，预定利率较高的普通型产品均将受到影响；（4）居民理财投资需求释放情况为同时点跨类别、跨品种横向比较，而非同品种纵向历史比较，中长期维度看，储蓄型保险产品仍然具有“刚兑、保底”属性以及相对具有吸引力预期收益的特点和优势。考虑到我国住户人民币存款余额有所增长，2023年3月余额规模同比增长18.0%，为2013年至今较高水平，储蓄型产品需求中期维度恢复速度有望超市场预期。

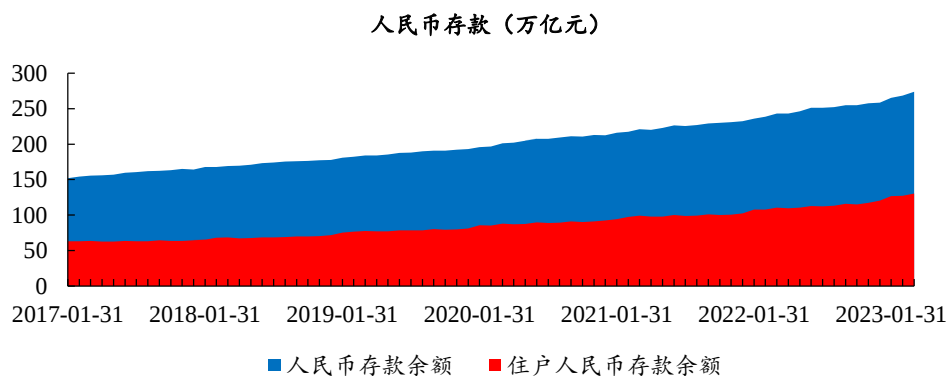
2019年4.025%定价产品退市后并未造成后续年度同类型产品新单承压。数据上看，2019年银保监会深化人身保险费率改革，将普通型养老年金和10年及以上普通型长期年金的责任准备金评估利率上限由4.025%和预定利率的小者调整为年复利3.5%和预定利率小者，4.025%预定利率产品逐步在2019年下半年和2020年退市，上市险企在2020年相应产品新单保费并未出现明显承压表现：中国人寿寿险新单保费同比+7.5%、中国平安长交保障储蓄混合型新单保费同比+9.3%、新华保险传统型保险长险首年保费同比+48.4%。

图14：自 2012 年以来，银行定期存款利率（5 年）呈现下降趋势，最新为 2.65%



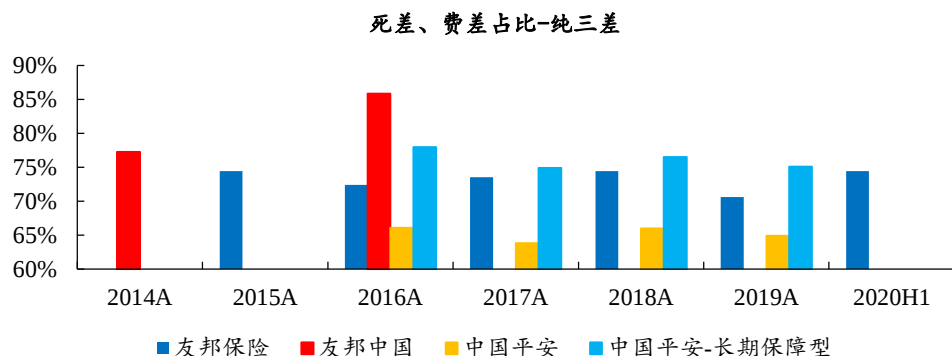
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2023 年 3 月末住户人民币存款余额已达 130 万亿元

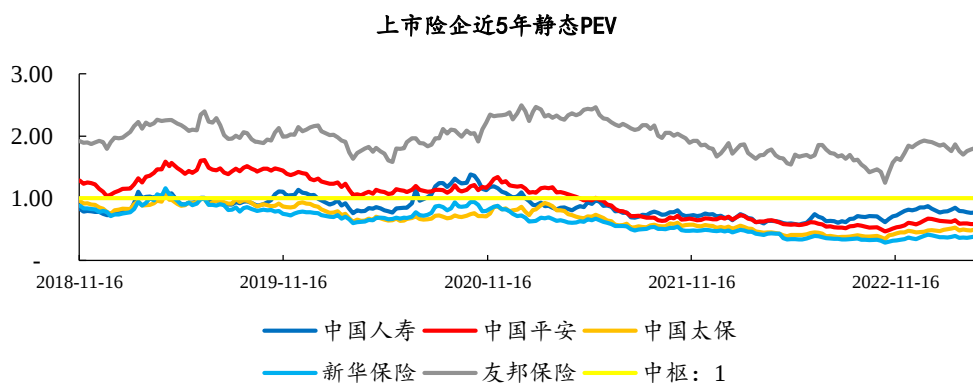


数据来源：Wind、开源证券研究所

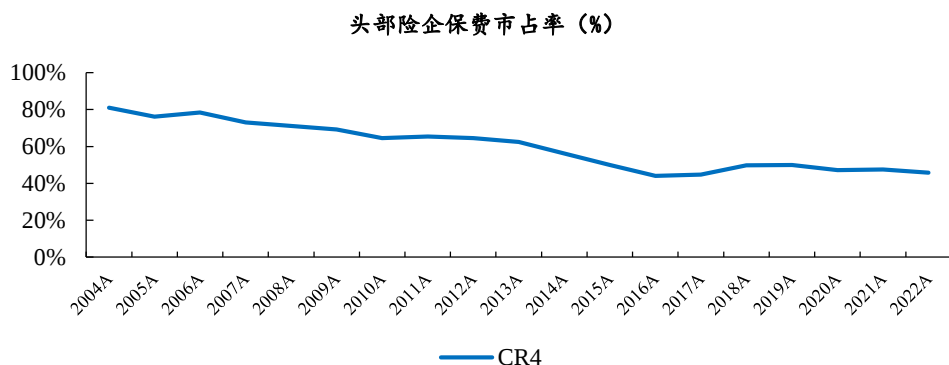
长期看，负债成本降低有望降低险企利差损风险，提升长期盈利概率。对比友邦保险，内资险企死差、费差占比相对较低，而利差不确定性较大，导致 PEV 估值长期低于友邦保险，负债成本降低后，有望降低长期利差损风险，提升利差益确定性，从而带动长期盈利概率上升，有望提振保险股 PEV 估值。同时，中小型险企或偏好高预定利率产品推动负债端销售，定价相对激进从而抢占市场份额，监管推动负债成本下降有望进一步规范定价激进产品，减少恶性竞争，负债端销售回归到保障本身及险企提供的附加服务价值，头部险企具有一定优势，市占率或有所回升。

图16：友邦保险死差、费差占比较高


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图17：友邦保险近5年PEV估值高于内资险企


数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

图18：头部险企市占率在2013-2017年降幅增大


数据来源：银保监会、开源证券研究所

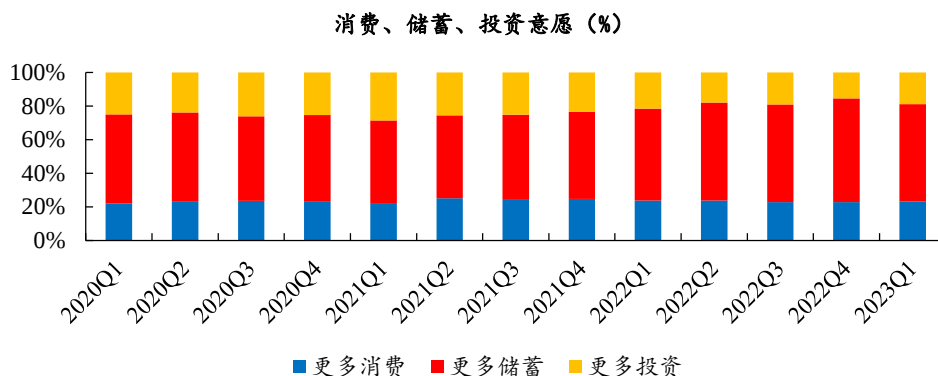
4、投资建议

4.1、展望：投资意愿改善，收入预期提升，保险需求有望持续修复

居民投资意愿改善，保险需求有望延续复苏趋势。中国人民银行于2023年4月初披

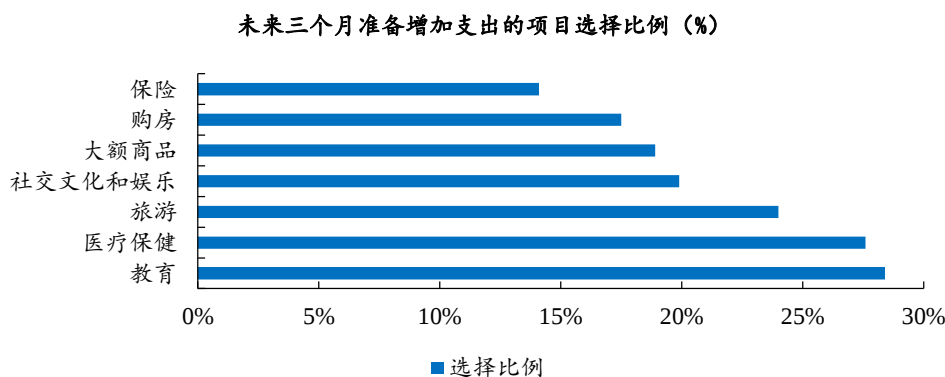
露 2023Q1 城镇储户问卷调查报告，倾向于“更多消费”的居民占比 23.2%、季度环比上升 0.5pct，倾向于“更多投资”的居民占比 18.8%、季度环比上升 3.3pct，居民投资意愿出现一定改善迹象。居民偏爱的前三位投资方式分别为“银行、证券、保险公司理财产品”、“基金信托产品”和“股票”，分别占比 43.9%、21.5%与 15.3%。“保险”在未来三个月准备增加支出的项目中排名第 7 位，居民选择比例为 14.1%。居民投资意愿改善，保险支出有望提升，储蓄型产品需求有望延续改善需求，保障型产品需求或随收入预期回升改善。

图19：2023Q1 居民投资意愿环比改善



数据来源：中国人民银行、开源证券研究所

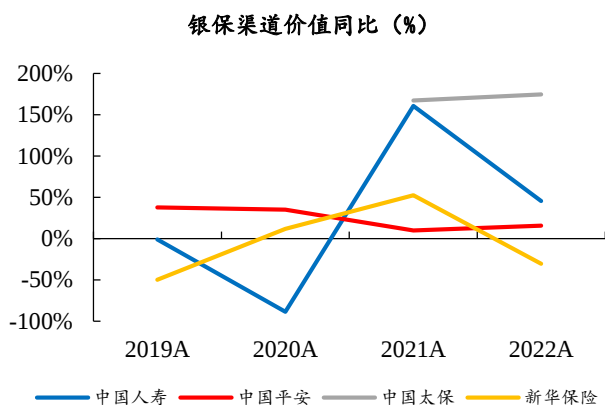
图20：14.1%的受访居民未来三个月准备增加保险支出



数据来源：中国人民银行、开源证券研究所

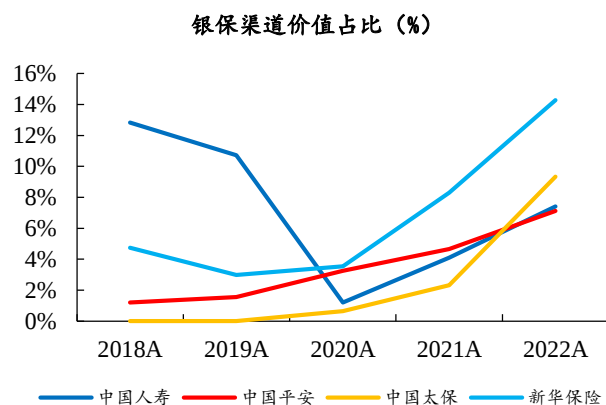
银保渠道重要性提升，2023 年或延续高增态势。2022 年多数上市险企银保渠道价值同比增速：中国太保+174.8%、中国人寿+45.6%、中国平安+15.9%、新华保险-30.4%，占比均较 2021 年提升：中国人寿提升 3.3pct 至 7.4%、中国平安提升 2.4pct 至 7.1%、中国太保提升 7.0pct 至 9.3%、新华保险提升 6.0pct 至 14.3%。自上而下看，居民投资意愿提升，存款有望向基金、理财产品、保险产品继续迁移。自下而上看，银行诉求财富管理中间业务收入，2022 年平安银行银保收入占比提升 13pct 至 31%。2023 年银保渠道供需两端延续向好趋势，或继续保持高增态势。

图21：2022 年多数险企银保价值同比增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图22：2022 年上市险企银保价值占比提升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

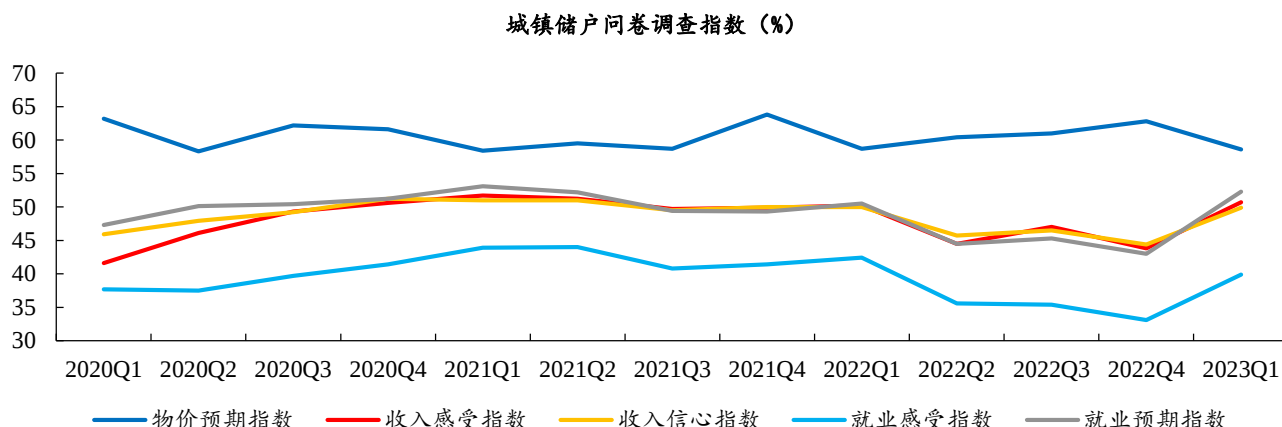
居民收入信心提升，消费指数改善，有望助力保险需求持续改善。根据国家信息中心发布数据，我国 2023 年 3 月多项指数较 2022 年 4 季度及 12 月低点出现改善，社会消费出现复苏迹象。同时，2023Q1 居民收入信心指数较 2022Q4 明显改善，环比提升 5.5pct 至 49.9%，收入感受指数环比改善 6.9pct 至 50.7%。收入预期提升叠加消费出现复苏迹象，保险需求有望持续改善。

表5：2023 年 3 月我国多项热度指数出现明显改善

热度指数	改善幅度	改善基数
商圈消费热度指数	34.10%	3 月日均较 12 月低点变动
小商品零售热度指数	20.90%	3 月日均较 12 月低点变动
城配物流活跃度指数	7.00%	3 月较 12 月
生活服务业消费活力指数	27.30%	较上季度
地铁人流热度指数	55.70%	较上季度
景区消费热度指数	4.60%	较上季度
城市交通拥堵指数	9.30%	较上季度
新设消费类企业热度指数	16.80%	较上季度

数据来源：国家信息中心、开源证券研究所

图23：2023Q1 居民收入感受及信心指数均较 2022Q4 环比改善



数据来源：中国人民银行、开源证券研究所

4.2、投资建议

行业负债成本下降短期利好新单销售，长期利好估值提升，中期产品切换影响预计有限。监管于 2023 年 3 月底调研险企负债成本，并于 2023 年 4 月 20 日附近进行窗口指导，要求新开发产品定价利率自 3.5%降至 3.0%，但尚未明确高定价产品退市时限，主要思想为“市场有效，监管有为，主体调节在先，控制节奏，实现软着陆”，预计仍将设置一定过渡期。具体来看，我国寿险行业负债成本调整处于第三阶段-自 2016 年以来不断下调负债成本，主要下调推动因素预计为应对未来投资端长端利率及预期收益率下降情形，降低出现利差损可能性，规避系统性风险。

具体步骤看，本次负债成本下降过渡期节奏或可参考 2019 年 4.025%定价产品退市：

(1) 发文下调评估利率；(2) 挂钩法定准备金覆盖率，低于特定标准需将对应产品退市；(3) 设置过渡期，逐步引导剩余高定价产品退市。自 2019 年 8 月 30 日 182 号文正式发布，调整过程约 2 个季度。具体影响看，负债成本下降短期内将引起产品需求提前释放，相较于银行定期存款、银行理财产品以及基金产品，储蓄型保险产品具有“保底、刚兑”属性以及相对较确定预期收益，我们测算部分产品 IRR 可达到 3.2%-4.3%区间，产品退市将引起需求提前释放；中期来看，由于产品需求提前释放，产品切换期销售端或面临一定压力，但我们预计影响弱于重疾定义切换，但高于 4.025%定价产品退市。长期看，负债成本下降将有效降低险企利差损风险，提升利差益确定性，从而带动长期盈利概率上升，有望提振保险股 PEV 估值。对于中大型险企来讲，产品价格竞争有望减弱，“保险+服务”将进一步成为竞争优势及壁垒，市占率有望回升。

量化来看，自 2011 年以来总投资收益率与测算负债成本差值均值分别为：中国平安+1.6%、新华保险+1.3%、中国人寿+1.2%、中国太保+1.0%，负债成本降低或降低上市险企上述差值差异。考虑到宏观经济复苏势头良好，居民投资意愿有所回升，储蓄型保险产品需求或维持相对高位，银保渠道受自身及外部因素双重利好有望保持明显增长，我们预计 2023Q1 上市险企 NBV 同比将明显改善；同时，市场对 Q1 NBV 转正已有预期，我们认为储蓄型产品供需改善趋势有望在 2 季度延续，叠加高定价产品销售阶段性走高，我们预计保险负债端 2023Q2 仍有望超市场预期。继续首推估

值空间仍较大且 NBV 预期边际改善明显的中国太保，推荐中国平安和中国人寿，港股推荐友邦保险和众安在线。

表6：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	2023/4/24	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2022A	2023E	
601628.SH	中国人寿	36.26	43.54	47.30	51.33	0.83	0.77	0.71	15.43	16.66	2.35	2.18	买入
601318.SH	中国平安	46.40	76.34	85.63	85.63	0.61	0.54	0.54	46.97	54.48	0.99	0.85	买入
601601.SH	中国太保	30.07	51.80	59.06	59.06	0.58	0.51	0.51	23.75	24.88	1.27	1.21	买入
1299.HK	友邦保险	82.45	44.41	51.41	57.29	1.86	1.60	1.44	24.57	28.84	3.36	2.86	增持

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上表友邦保险数据单位为港元；换算汇率为 1 美元兑换 7.8 港元（与最新报告期报告换算汇率一致）。

表7：受益标的估值表-财险

当前股价及评级表			EPS				PE		BVPS		PB		评级
证券代码	证券简称	2023/4/24	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2022A	2023E	
6060.HK	众安在线	25.10	-1.03	1.04	1.50	-24.37	24.21	16.77	11.59	13.89	2.17	1.81	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上表数据单位为港元；换算汇率为 1 港元兑换 0.89 元人民币。

5、风险提示

保险需求复苏不及预期；长端利率超预期下行。

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R4（中高风险），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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为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，属于商业秘密材料，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

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

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

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