

保险 II 行业点评报告

负债端复苏力度决定反弹高度，信心比黄金更珍贵 增持（维持）

2023 年 05 月 04 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：4 月以来保险板块持续上涨，我们将近期路演和交流沟通反馈如下。**
- **我们认为本轮保险股反弹的胜负手已不再是资产端，而是负债端，负债端复苏力度决定反弹高度，信心比黄金更珍贵。**疫情三年以来，行业负债端持续低迷，2022 年 A 股上市险企 NBV 仅为 2019 年的 45.2%，若 2023 年恢复到 2019 年的 50%，对应 2023 年 NBV 同比增速为 10.5%；若 2023 年恢复到 2019 年的 60%，对应 2023 年 NBV 同比增速为 32.6%。低基数效应仍将延续至全年底。
- **价值复苏从曙光初现到数据验证。**1Q23 上市险企 NBV 增速由负转正，排序：友邦保险（28%）、太保（16.6%）、平安（8.8%）、国寿（7.7%）、新华（2%，预计）。友邦实现 NBV 同比增长 28%，其中友邦中国同比录得双位数字增长；1Q23 平安 NBV 同比增长 8.8%（可比口径增速 21%），疫后居民保费消费稳步恢复，我们预计 1H23 价值增速将较 1Q23 进一步提升至两位数（10%-15%）。我们预计，1H23 上市险企 NBV 增速由负转正，排序：友邦保险（25%）、太保（20%）、平安（15%）、国寿（10%）、新华（5%）。
- **新准则正面影响超预期。**新准则下 ROE 和净利润增速指标重要性显著提升。1Q23 上市险企合计 ROE 由 3.3% 增长至 5.1%（非年化）；实现归母净利润同比增速 62.7%（可比口径）。1Q22 上市险企可比归母净利润由上年同期 600 亿元调增至 648 亿元，调增比例达 8.0%，主要得益于新旧保险合同准则对折现率使用变化以及新增具有直接参与分红特征的保险合同计量方法降低对净利润的波动。新准则下“保险服务收入”同比增长 5.0%，我们测算的“承保利差”同比增长 13.2%，得益于保单利润释放好于同期。1Q23 沪深 300 指数和创业板指数分别上涨 4.6% 和 2.2%（1Q22 同期沪深 300 和创业板指分别下跌 14.5% 和 20.0%），权益投资收益同比明显提升助力投资利差同比大幅增长 127.9%，是提升当期净利润的核心原因。
- **负债端复苏的信心正在积累，从储蓄型业务和银保渠道放量向价值型业务逐步过渡。**2022 年末以来，保险股领涨金融板块和市场反攻号角，我们在年度策略中旗帜鲜明提出资产端底部反转是短期估值修复的核心。2023 年 3 月以来，负债端拐点正在验证，随着疫情放开影响不断深化，代理人逐步复工复产，各大险企积极备战二阶段开门红，需求逐步释放。我们认为本轮的寿险业复苏短期看疫情，中期看队伍，长期看产品。从屋漏偏逢连夜雨到晨曦曙光初破晓，寿险拐点年务必重视。预定利率调整影响“短空长多”：从短期来看，引导降低负债成本将大幅刺激产品销售，尤其是普通型养老年金及 10 年以上的普通型长期年金，老产品停售炒作难以避免，预计 2Q22 价值增速进一步提升。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。长期来看，有望引导人身险公司降低负债成本。我们预计二季度新单放量有助于提升代理人收入并稳定队伍信心，助力下半年价值型业务放量表现。
- **投资建议：负债端复苏力度决定反弹高度，信心比黄金更珍贵，添酒回灯重开宴。**保险作为宏观经济复苏直接受标的，一季报无论是量还是质在金融各子板块中可圈可点，当前板块 P/EV 仍处于历史低位（平均 0.6 倍，分位数 10% 以下），推荐顺序：中国太保、中国平安、中国财险、中国人寿和新华保险。
- **风险提示：宏观经济复苏低于预期；寿险业转型持续低于预期**

行业走势



相关研究

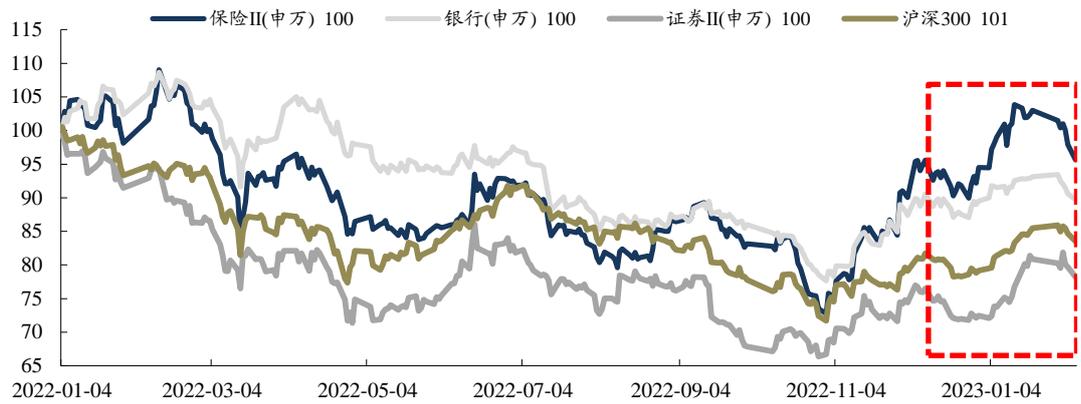
《寿险定价利率调整：回顾、分析与展望》

2023-04-21

《守得云开见月明——上市保险公司 2022 年年报综述》

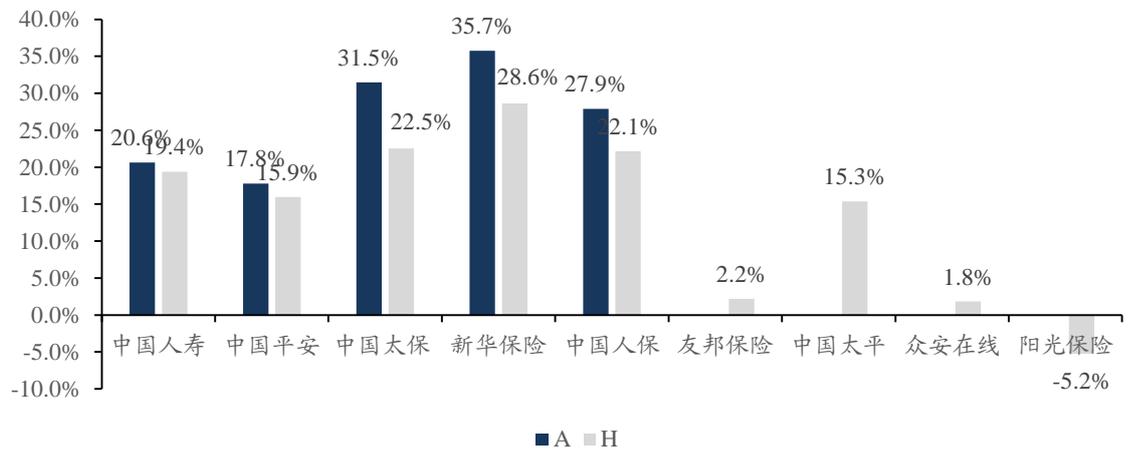
2023-04-19

图1: 2023年春节假期后6个交易日, 保险板块跌近6%, 未能延续节前上涨趋势,



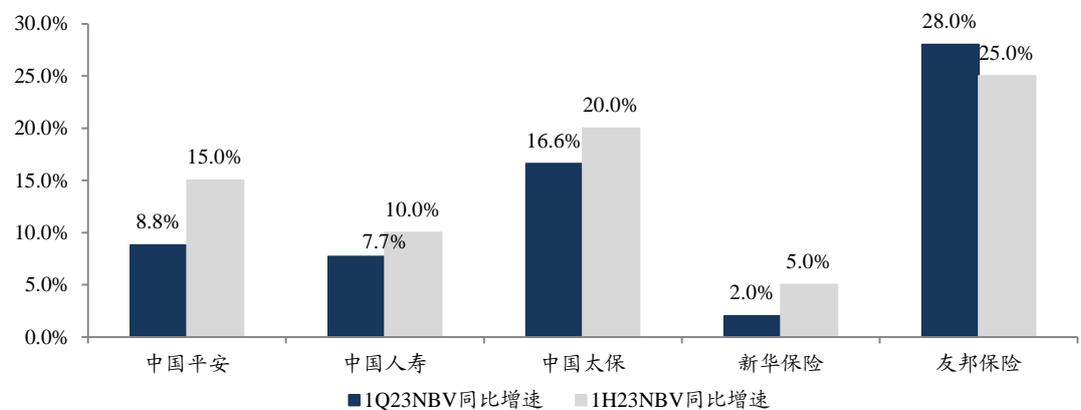
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023年4月以来AH保险股涨跌幅差异对比(灰色为H股)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 统计时间为: 2023年4月1日至2023年5月4日

图3: 上市险企1Q23与1H23新业务价值增速预测



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表1: 1Q23 新保险合同&新金融工具准则业绩对比 (单位: 百万元)

准则切换影响梳理	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险	中国人保	中国财险	合计
切换日影响净资产							
2022.12.31	858,675	436,169	228,446	102,884	221,510	212,310	2,059,994
2023.1.1	869,191	460,964	230,329	114,326	222,851	217,260	2,114,921
切换日净资产增速	1.2%	5.7%	0.8%	11.1%	0.6%	2.3%	2.7%
<i>2023.1.1 于 IFRS9&17 同步施行日, 按规定对期初归母净资产进行追溯调整, 调增得益于部分资产确认为公允价值计量且追溯调整新旧则规定差异, 提升期初留存收益</i>							
1Q22 追溯同期净利润							
1Q22 净利润 (原季报披露)	20,658	15,152	5,437	1,344	8,744	8,654	59,989
1Q22 净利润 (新准则追溯)	25,758	15,365	9,127	3,220	3,552	7,791	64,813
追溯差异	24.7%	1.4%	67.9%	139.6%	-59.4%	-10.0%	8.0%
<i>按照 IFRS17 规定追溯上年可比数据, 按照 IFRS9 规定选择不追溯上年可比数据</i>							
新准则主要科目变化	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险	中国人保	中国财险	合计
新准则利源拆解							
保险服务收入	133,106	47,183	65,390	13,558	117,155	107,520	483,912
同比	2.1%	2.3%	6.9%	-4.4%	5.8%	9.2%	5.0%
“承保利润”	26,042	15,892	9,347	4,485	10,656	6,786	73,208
同比	-10.9%	35.9%	7.9%	-13.5%	140.1%	24.0%	13.2%
“投资利差”		18,889	7,143	4,175	9,024	4,402	43,633
同比		154.9%	144.9%	-409.3%	43.4%	13.5%	127.9%
新旧准则保费确认缺口							
旧准则原保费收入	260,159	327,221	166,000	64,772	249,734	167,641	1,235,527
保险服务收入/原保费收入	51.2%	14.4%	39.4%	20.9%	46.9%	64.1%	39.2%
1Q23 新准则净利润							
1Q23 净利润	38,352	27,348	11,626	6,917	11,721	9,508	105,472
同比 (可比口径)	48.9%	78.0%	27.4%	114.8%	230.0%	22.0%	62.7%
同比 (非可比口径, 追溯前)	85.7%	80.5%	113.8%	414.7%	34.0%	9.9%	75.8%
ROE 非年化							
1Q22	3.1%	3.2%	4.7%	3.4%	1.7%	4.2%	3.3%
1Q23	4.3%	4.0%	4.9%	5.9%	5.0%	4.4%	5.1%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注 1: 承保利润=保险服务收入- (保险服务费用+ (分出保费的分摊 - 摊回保险服务费用) + 提取保费准备金)

注 2: 投资利差=利息收入+投资收益+公允价值变动+汇兑损益-承保财务净损益-利息支出-信用减值损失

表2: 中国平安 1Q23 新准则利源分析拆分 (单位: 百万元)

保险业务整体	1Q23	1Q22	同比	计算方法
保险业务承保利润(新准则为先“计息”后摊销, 内涵计息收入)	26,042	29,240	-11%	保险服务收入-(保险服务费用+(分出保费的分摊-摊回保险服务费用))+提取保费准备金
投资利润(扣税)	3,978	-13,731	/	因不披露税前利润, 我们将所得税在投资收益中扣减
保险业务净利润	30,020	15,509	94%	根据营运利润表中的分部净利润加总(寿险+财险)
财险业务	1Q23	1Q22	同比	计算方法
保险服务收入(新准则为先“计息”后摊销, 内涵计息收入)	76,312	71,225	7%	披露
原保费	76,958	73,018	5%	披露
保险服务收入/原保费收入	99.2%	97.5%	2%	披露
综合成本率(COR)	98.7%	96.7%	2%	披露
承保利润	992	2,350	-58%	计算
投资利润(扣税)	3,552	765	365%	倒挤, 因不披露税前利润, 我们将所得税在投资收益中扣减
净利润	4,544	3115	46%	披露
寿险业务	1Q23	1Q22	同比	计算方法
保险服务收入(新准则为先“计息”后摊销, 内涵计息收入)	56,794	59,113	-4%	倒挤
原保费	183,201	173,460	6%	披露
保险服务收入/原保费收入	31.0%	34.1%	-9%	披露
承保利润	25,050	26,890	-7%	倒挤
投资利润(扣税)	426	-14,496	/	倒挤, 因不披露税前利润, 我们将所得税在投资收益中扣减
净利润	25,476	12,394	106%	披露

数据来源: 中国平安公告, 东吴证券研究所

表3: 上市险企估值表 (以 2023 年 5 月 4 日)

代码	EVPS	收盘价	2022A	2023E	2024E	2025E	P/EV	2022A	2023E	2024E	2025E
601318.SH	中国平安	53.70	77.89	83.87	90.01	92.84	中国平安	0.69	0.64	0.60	0.58
601628.SH	中国人寿	40.16	43.54	47.20	51.01	55.11	中国人寿	0.92	0.85	0.79	0.73
601601.SH	中国太保	34.08	54.01	60.70	66.06	71.19	中国太保	0.63	0.56	0.52	0.48
601336.SH	新华保险	41.40	83.94	90.25	97.42	105.24	新华保险	0.49	0.46	0.42	0.39
代码	EPS	收盘价	2022A	2023E	2024E	2025E	P/E	2022A	2023E	2024E	2025E
601318.SH	中国平安	53.70	4.58	7.27	8.62	9.31	中国平安	11.72	7.38	6.23	5.77
601628.SH	中国人寿	40.16	1.14	1.53	1.74	1.89	中国人寿	35.38	26.17	23.12	21.26
601601.SH	中国太保	34.08	2.56	3.02	3.54	3.95	中国太保	13.32	11.28	9.63	8.64
601336.SH	新华保险	41.40	3.15	4.12	4.57	5.12	新华保险	13.15	10.04	9.06	8.09
代码	BVPS	收盘价	2022A	2023E	2024E	2025E	P/B	2022A	2023E	2024E	2025E
601318.SH	中国平安	53.70	46.16	49.79	54.79	59.59	中国平安	1.16	1.08	0.98	0.90
601628.SH	中国人寿	40.16	15.43	16.63	17.96	19.38	中国人寿	2.60	2.42	2.24	2.07
601601.SH	中国太保	34.08	23.75	27.29	29.79	32.50	中国太保	1.44	1.25	1.14	1.05
601336.SH	新华保险	41.40	32.98	36.36	39.95	43.97	新华保险	1.26	1.14	1.04	0.94
代码	BVPS	收盘价	2022A	2023E	2024E	2025E	P/B	2022A	2023E	2024E	2025E
2328.HK	中国财险	9.90	9.57	10.91	12.03	13.23	中国财险	0.91	0.80	0.73	0.66

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=0.8821 元人民币汇率计算, 数据更新至 2023 年 5 月 4 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>