

保险

关注负债端的持续改善

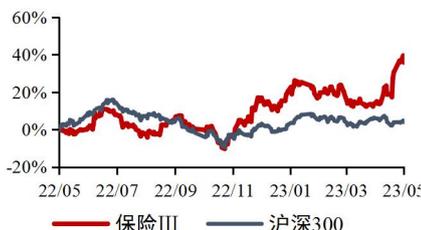
领先大市-A(维持)

FYP 与 NBVM 共振, NBV 拐点或已出现

2023年5月9日

行业研究/行业深度分析

保险板块近一年市场表现



资料来源: 最闻

首选股票

评级

601318.SH	中国平安	买入-A
601319.SH	中国人保	买入-A
601601.SH	中国太保	增持-A
601628.SH	中国人寿	买入-B
601336.SH	新华保险	增持-B

相关报告:

【山证保险III】低基数效应下单月保费同比高增, 关注负债端的持续复苏-【山证金融&衍生品】保险行业2月保费点评 2023.3.21

【山证保险III】寿险短期承压, 不改负债端弱复苏趋势-【山证金融&衍生品】保险行业1月保费点评 2023.2.20

分析师:

崔晓雁

执业登记编码: S0760522070001

邮箱: cuixiaoyan@sxzq.com

研究助理:

王德坤

邮箱: wangdekun@sxzq.com

投资要点:

➤ 2016年以来, 寿险行业供需呈现三个阶段。2016-19年为供需两旺, 对应新单规模扩张和NBVM提升, 险企同时收获保费规模和NBV的增长; 2021年-Q222, 供需双弱, 对应新单规模下滑和NBVM下滑, 险企的基本面持续承压; Q322以来, 供需复苏, 对应新单规模提升和NBVM趋稳, 二者共同作用下险企的NBV走向复苏。以平安为例, 其NBV(TTM)在Q422回升, 新单规模在Q123大幅回升, NBVM自Q322以来基本平稳, 负债端在Q422/Q123已基本处于拐点位置。

➤ 我们认为寿险负债端改善可持续。Q123上市险企NBV增速: 太保+16.5%、平安+8.8%、新华+7.7%, 复苏态势较强。一方面, 保险产品的需求仍较好, 其良好的收益、风险属性使其难以被其他金融产品替代。我们注意到近期监管有引导预定利率下调, 但我们认为保险产品需求弹性较小, 下调预定利率可能会使得NBVM上升带来的正面影响抵消新单销售下滑的负面影响。另一方面, 代理人规模逐步企稳、人均产能提升、银保持续发力, 也将助力负债端复苏。2022年平安代理人收入已达7051元/人/月, 已超疫情前水平, 收入提升将使代理人增员难度降低。险企历经渠道改革, 2021年、2022年主要上市险企人均产能增速达40%以上, 改革成效逐步显现。银保渠道依旧为当前险企重点布局的渠道, 其新单贡献力度有望保持。

➤ 财险行业当前景气度仍较高, 上市险企综合成本率呈改善趋势。2023年3月同比+11.1%, 增速自2022年11月以来保持上行。各家上市险企产险增速也较高, Q123人保、平安、太保增速分别为11.70%、5.87%、13.80%。伴随汽车保有量增加、新能源车渗透率提升, 以车险为主力的财险业务或保持较高景气度。人保、太保综合成本率持续改善, 2022年分别同比-1.9pct、-1.7pct, Q123分别同比-0.9pct、-1.2pct。平安的车险业务2022年综合成本率95.8%、同比-3.1pct, 处改善趋势。

➤ 投资建议: 我们看好首先负债端复苏的可持续性和财险的较高景气度。自Q222来, 负债端表现出现好转的险企, 其股价表现也较好, 如国寿、太保。Q123机构的保险股持仓规模282.23亿元、占流通市值比重为1.0%, 近5年平均值为2.3%, 当前持仓处低位。我们推荐负债端持续复苏可期、有望据此获得超额收益的平安、太保, 和财险龙头、自身综合成本率改善的人保, 以及资产端弹性较足、贝塔属性较强的国寿、新华。

风险提示: 资本市场波动加剧, 长端利率下行, 负债端改善不及预期等。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

目录

1. 寿险行业供需之变.....	5
2. 寿险负债端复苏具备可持续性.....	9
2.1 Q123 上市险企寿险负债端复苏态势较强.....	9
2.2 寿险负债端的复苏趋势或可持续.....	10
3. 财险维持较高景气度.....	14
4. 投资建议.....	16
4.1 看好寿险负债端复苏的可持续性、财险较高的景气度.....	16
4.2 机构持仓较低，估值仍处低位.....	17
风险提示.....	21

图表目录

图 1： 寿险行业供需变化三阶段.....	5
图 2： 中国平安 NBV（TTM）表现（百万元）.....	6
图 3： 中国平安 NBVM（TTM）表现.....	6
图 4： 中国平安 FYP（TTM）表现（百万元）.....	6
图 5： 中国平安代理人渠道新单结构.....	7
图 6： 新华保险新单结构.....	7
图 7： 中国人寿新单结构.....	7
图 8： 人身险预定利率变化趋势.....	10
图 9： NBVM 上升可能会抵消 FYP 下滑的影响.....	10
图 10： 人力下滑趋势已逐步减缓（万人）.....	11
图 11： 人均产能提升趋势已较为明显.....	11

图 12: 银保新单占比持续提升.....	11
图 13: 平安代理人收入已超疫情前水平 (元/人/月)	12
图 14: 平安/国寿/新华代理人收入变化 (元/人/月)	12
图 15: 各上市险企 NBVM 已处于较低位置.....	13
图 16: 平安代理人增速与长期保障型新单增速变化.....	14
图 17: 新华代理人增速与健康险新单增速变化.....	14
图 18: 财险当月保费增速上行 (亿元)	14
图 19: 人保、平安、太保财险增速处于高位.....	14
图 20: 新能源车渗透率保持提升.....	15
图 21: 车险件均保费恢复上升 (元/辆)	15
图 22: 2021 至 2022 年综合成本率变化.....	15
图 23: Q122 至 Q123 综合成本率变化.....	15
图 24: 上市险企总投资收益率变化趋势.....	16
图 25: 上市险企季度涨跌幅变化.....	17
图 26: 保险指数与沪深 300 自 2010 年来累计涨幅.....	17
图 27: 机构持有保险股仓位变化 (亿元)	18
图 28: 陆股通持有保险股仓位变化 (亿元)	18
图 29: 中国人保产险业务 P/B 走势.....	19
图 30: 平安寿险调整后 P/EV 走势.....	20
图 31: 太保寿险调整后 P/EV 走势.....	20
图 32: 中国人寿 P/EV 走势.....	20
图 33: 新华保险 P/EV 走势.....	20



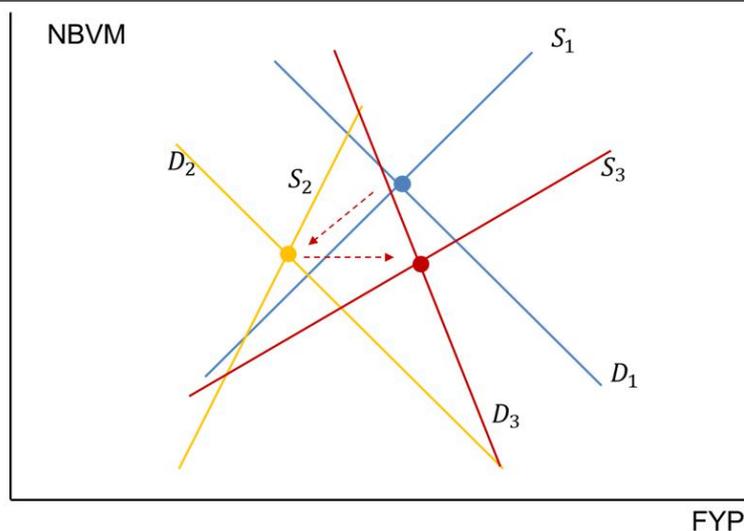
表 1: 储蓄险产品与其他金融产品的属性对比.....	8
表 2: 中国平安 NBV、NBVM、FYP 单季度和累计值变化趋势（百万元）.....	9
表 3: 中国人寿 NBV、NBVM、FYP 累计值变化趋势（百万元）.....	9
表 4: 中国太保 NBV、NBVM、FYP 累计值变化趋势（百万元）.....	10
表 5: 上市险企代理人渠道改革的措施及效果.....	12
表 6: 各险企银保渠道战略变化.....	13

1. 寿险行业供需之变

寿险行业自 2016 年以来的供需变化可以划分为三个阶段：

- **阶段一：**约 2016 年-2019 年，供需两旺，对应供给曲线 S_1 和需求曲线 D_1 。供给端，险企人力规模扩张，产品销售能力强；需求端，重疾险等高价值产品需求增长。供需曲线交叉点对应较高的 FYP 和较高的 NBVM，险企同时收获较高的新单保费规模和 NBV；
- **阶段二：**约 2020 年至 Q222，对应供给曲线 S_2 和需求曲线 D_2 。供给端，各家险企均认识到人海战术的弊端，开启渠道改革，注重价值导向，代理人清虚+银保收缩，供给曲线向左移动的同时，供给弹性也变小；需求端，因疫情、居民收入等因素冲击，结合重疾险市场需求渐趋饱和，需求曲线向左移动。供需曲线交叉点对应较低的 FYP 和较低的 NBVM，NBV 表现承压；
- **阶段三：**约 Q322 以来，对应供给曲线 S_3 和需求曲线 D_3 。供给端，险企渠道改革成效逐渐显现，银保渠道发展持续受到重视，险企供给能力提升，供给曲线向右移动的同时，供给弹性也变大；需求端，储蓄险产品销售保持较高热度，上市险企也纷纷推出以增额寿为代表的旗舰储蓄险产品，需求曲线向右移动，同时其他金融产品对保险产品的可替代性较低，需求曲线弹性也变小。供需曲线对应较高的 FYP 和基本平稳的 NBVM，NBV 开始复苏。

图 1：寿险行业供需变化三阶段

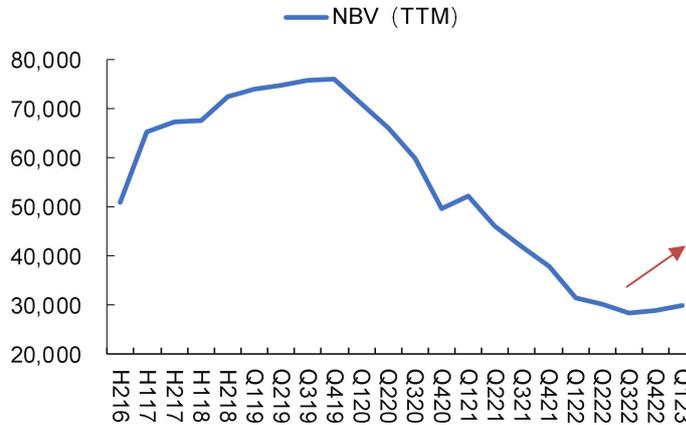


资料来源：山西证券研究所

在上述三阶段的变化过程中，险企的 NBVM 先下滑、再保持平稳，FYP 先下滑、再回升，综合影响之下 NBV 先下滑、再回升。我们以平安为例，可以发现其 NBV、NBVM 和 FYP 的变化趋势，与上述三阶段的变化过程基本吻合。需要重点关注的是，平安的 NBV 在 Q422、Q123 时已经开始复苏，主要因为 NBVM

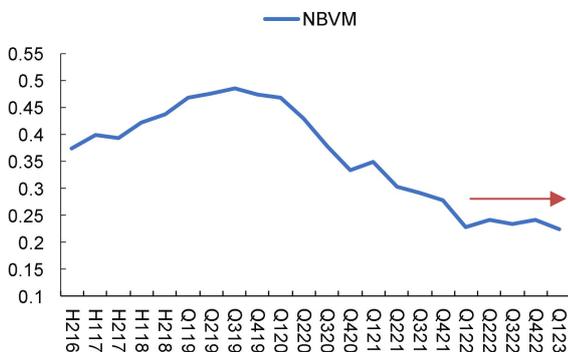
表现平稳和 FYP 的快速提升。

图 2：中国平安 NBV（TTM）表现（百万元）



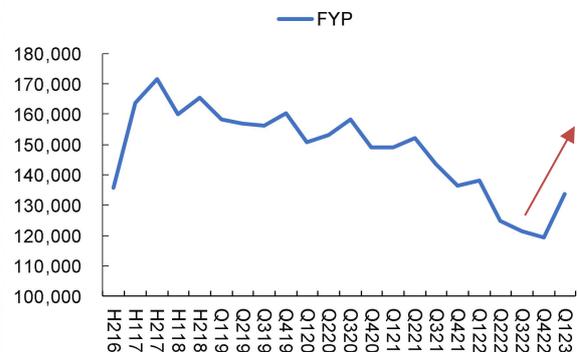
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 3：中国平安 NBVM（TTM）表现



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 4：中国平安 FYP（TTM）表现（百万元）

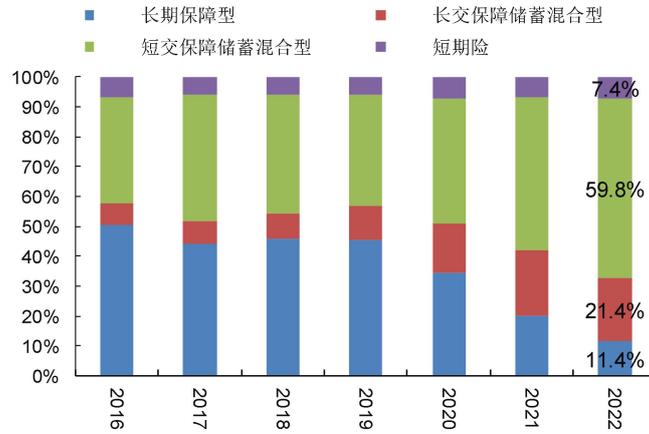


资料来源：公司公告，山西证券研究所

当下时点，我们认为保险产品的需求仍在扩张，并且需求缺乏弹性这一特点并未改变。也就是说，当前险企负债端的表现仍处在阶段二向阶段三移动的过程中，NBV 的持续复苏可以期待。保险产品需求缺乏弹性主要在于：1) 上市险企的新单结构中储蓄险已占据主导地位；2) 对于保险购买者来说，储蓄险当前所具有的良好风险、收益等属性使其难以被其他金融产品替代。

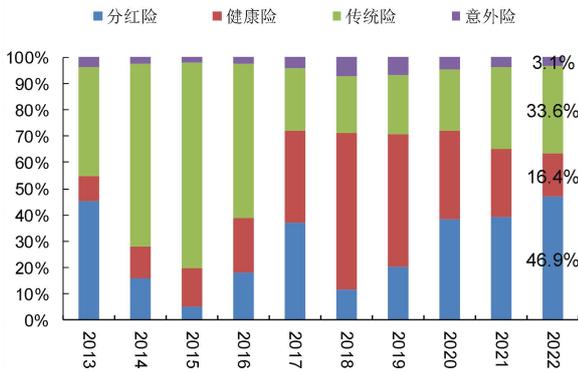
根据平安、新华、国寿等上市险企 2022 年年报数据，平安、新华的储蓄险新单占比已经达 80%以上，国寿的占比也近 60%。储蓄险占比较高，业绩说明当下保险产品的需求弹性更多是有储蓄险来决定的。

图 5：中国平安代理人渠道新单结构



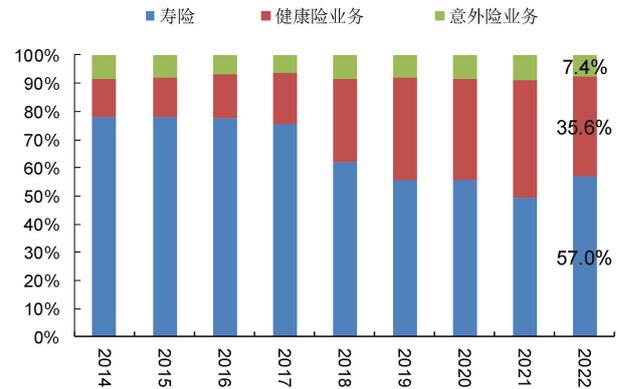
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 6：新华保险新单结构



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 7：中国人寿新单结构



资料来源：公司公告，山西证券研究所

储蓄险产品需求端缺乏弹性，主要还是因为与其他金融产品相比，具备诸多优势。我们选取了同为低风险产品的银行定期存款、银行理财、货币基金和债券基金等产品，从收益、风险、流动性和附加功能等四个角度与储蓄险进行对比。可以发现：

- 收益：如果以热销的增额寿产品为例，其年化复利收益可以达到 3%-3.5%，在可比产品中基本处于最高水平；
- 风险：储蓄险产品收益率波动较低，并且理论上写进保险合同的确定性收益都会被兑付。此外，上市险企的偿付能力充足率也较高，有能力保障保险客户的利益。储蓄险产品的风险应该和银行定期存款一样同处极低水平，而其他的金融产品则需面临每日的净值波动。

- 流动性：储蓄险产品流动性较好，保险客户通过退保即可取得相应的现金价值。但需要注意的是，过早退保可能会导致利益受损或收益不及预期，这是由保险产品的特性所决定的。银行定期存款的流动性比较差，其余金融产品的流动性较好；
- 附加功能：储蓄险产品所具有的身故杠杆赔付、类信托功能其他产品不具备的。

表 1：储蓄险产品与其他金融产品的属性对比

	储蓄险	银行定存	银行理财	货币基金	债券基金
收益	以热销储蓄险为例，年化复利收益约 3-3.5%	3 年期定存，年单利约 2.65%	参考普益标准全国精选 60 现金管理产品 7 日年化收益率，当前约 2.30%	参考中证银华货币基金指数，近 3 年年化收益 2.22%	参考中证银华债券基金指数，近 3 年年化收益 2.72%
风险	风险极低，理论上保险合同中的确定收益都会被兑付	风险极低，但到期后再投资收益率有下行风险	净值波动，年化收益率由 2021 年初的 3%以上降至当前水平	近 3 年年化波动率 0.11%	近 3 年年化波动率 1.45%
流动性	较好，但过早退保可能会导致损失或收益不及预期	较差	好	好	好
附加功能	身故杠杆赔付（适用于部分年龄段）类信托功能	无	无	无	无

资料来源：Wind，山西证券研究所

2. 寿险负债端复苏具备可持续性

2.1 Q123 上市险企寿险负债端复苏态势较强

Q123 各上市险企 NBV 增速超出预期，太保、平安、国寿的 NBV 增速分别为+16.6%、8.8%和 7.7%，呈现出较强的复苏趋势。

表 2：中国平安 NBV、NBVM、FYP 单季度和累计值变化趋势（百万元）

	Q122	Q222	Q322	Q422	Q123		Q122	Q222	Q322	Q422	Q123
	单季度	单季度	单季度	单季度	单季度		累计值	累计值	累计值	累计值	累计值
NBV	12,589	6,984	6,275	2,972	13,702	NBV	12,589	19,573	25,848	28,820	13,702
yoy	-33.7%	-16.9%	-20.1%	11.7%	8.80%	yoy	-33.7%	-28.5%	-26.6%	-24.0%	8.8%
FYP	51,203	24,929	23,869	19,335	65,514	FYP	51,203	76,132	100,001	119,336	65,514
yoy	-15.4%	-8.1%	-11.9%	-10.2%	27.90%	yoy	-15.4%	-13.1%	-12.9%	-12.4%	27.9%
NBVM	24.60%	28.0%	26.3%	15.4%	20.90%	NBVM	24.6%	25.7%	25.8%	24.1%	20.9%
yoy	-7pct	-3pct	-2.7pct	3pct	-3.7pct	yoy	-7pct	-5.5pct	-4.9pct	-3.7pct	-3.7pct

资料来源：公司公告，山西证券研究所

表 3：中国人寿 NBV、NBVM、FYP 累计值变化趋势（百万元）

	Q122	Q222	Q322	Q422	Q123
	累计值	累计值	累计值	累计值	累计值
NBV	-	25,745	-	36,004	-
yoy	-14.3%	-13.8%	-15.4%	-19.6%	7.7%
FYP	1,009	1,394	1,713	1,848	1,177
yoy	-1.5%	4.1%	6.3%	5.1%	16.6%
NBVM	-	18.5%	-	19.5%	-
yoy	-	-3.83%	-	-5.98%	-

资料来源：公司公告，山西证券研究所

表 4：中国太保 NBV、NBVM、FYP 累计值变化趋势（百万元）

	Q122	Q222	Q322	Q422	Q123
中国太保	累计值	累计值	累计值	累计值	累计值
NBV	3,406	5,596	7,548	9,205	3,971
yoy	-	-45.3%	-37.8%	-31.4%	16.6%
FYP	28,402	43,054	53,442	66,371	32,661
yoy	22.1%	25.7%	30.9%	35.7%	-11.9%
NBVM	9.2%	13.0%	14.1%	11.6%	12.2%
yoy	-	-12.4%	-	-11.9%	3.0%

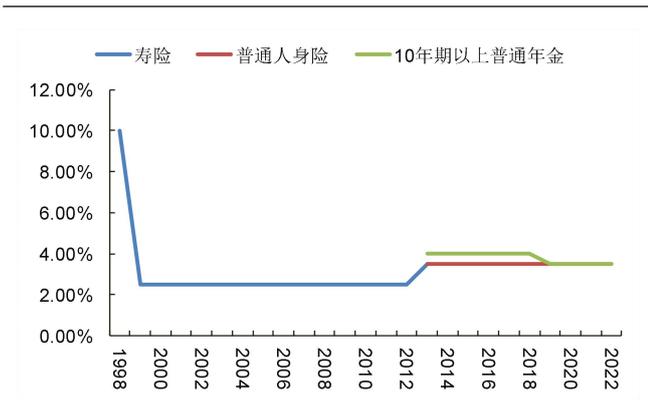
资料来源：公司公告，山西证券研究所

2.2 寿险负债端的复苏趋势或可持续

我们认为，从需求端和供给端结合来看，保险行业负债端的复苏态势大概率是可持续的。

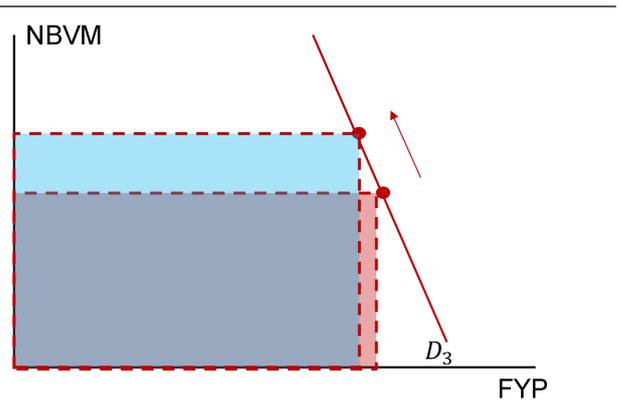
首先，需求端仍然向好。我们注意到，近期监管引导预定利率下调使得市场担忧保险产品需求因价格上涨而下滑。监管的意向在于保护保险公司，避免行业向利差损发展。结合我们之前的分析，保险产品当前的需求是缺乏弹性的，即使在预定利率下调之后，保险产品较其他金融产品仍有吸引力。下调预定利率所引起保险产品价格上升的正面影响可能会抵消掉销售下滑的负面影响，从而对于保险公司来说，总利益甚至可能还会增加，也即 NBV 增加。

图 8：人身险预定利率变化趋势



资料来源：银保监会，山西证券研究所

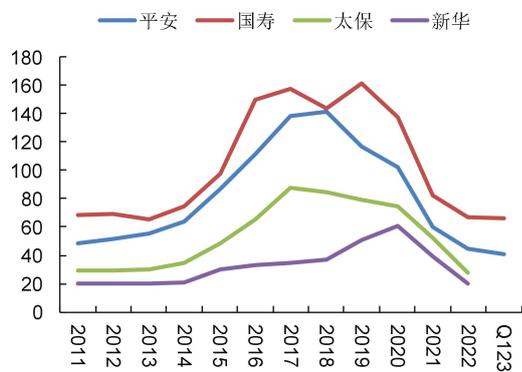
图 9：NBVM 上升可能会抵消 FYP 下滑的影响



资料来源：山西证券研究所

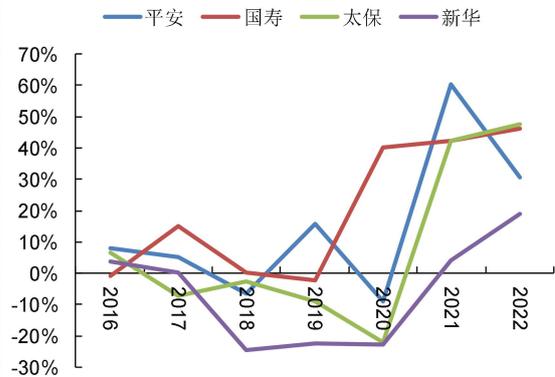
此外，从供给端来看，保险行业也在发生积极变化。根据 $NBV = FYP * NBVM$ ，我们可以将 FYP 和 NBVM 进一步拆分，分析其变化趋势及对 NBV 的影响。FYP=代理人规模*人均产能+银保新单+其他渠道新单，其中代理人渠道和银保渠道是重中之重。供给端值得关注的积极变化有：1）代理人规模的逐步企稳；2）代理人人均产能的明显提升；3）银保渠道的持续发力。上市险企 FYP 的增长，重点也是因为这三个积极变化。

图 10：人力下滑趋势已逐步减缓（万人）



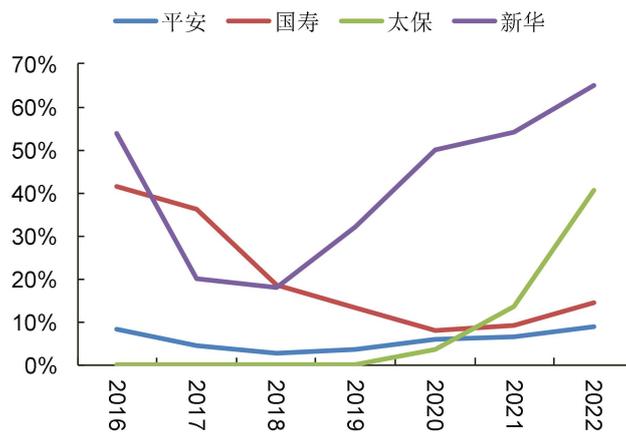
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 11：人均产能提升趋势已较为明显



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 12：银保新单占比持续提升



资料来源：公司公告，山西证券研究所

更进一步思考，我们认为前述三个因素的积极变化是可以持续的。

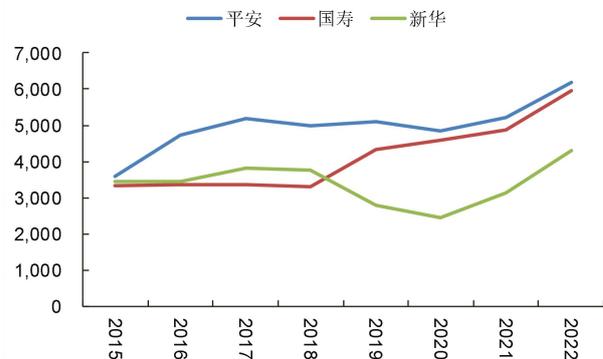
首先，代理人规模的逐步企稳。代理人渠道改革过程中，人力流失或因为险企人力清虚，或因为代理人主动选择流失。当前，代理人人均产能已有明显提升，险企人力清虚动力减弱。另一方面，代理人收入提升也使得代理人主动流失的压力减小，代理人增员难度有所降低。根据平安 2022 年报数据，其代理人人均月均收入已达 7051 元/人/月，远超 2020 年和 2021 年，也已超过疫情前水平。考虑到上市险企中仅平安披露代理人收入情况，我们以保险业务分部手续费及佣金支出/代理人数量来模拟代理人收入。可以看出，国寿、新华的代理人收入情况在 2022 年也有大幅改善。我们认为，代理人收入出现的积极变化将为人力规模的企稳提供有效支撑。

图 13：平安代理人收入已超疫情前水平（元/人/月）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 14：平安/国寿/新华代理人收入变化（元/人/月）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

其次，人均产能的变化。险企推进渠道改革和人力清虚，聚焦代理人的增员、提质、培训、晋升和激励等方面，推进代理人向职业化、专业化方向发展。在历经最近几年的改革之后，代理人素质提升已较为明显。从上市险企已披露的数据来看，代理人素质明显提升这一状态基本可以确认。

表 5：上市险企代理人渠道改革的措施及效果

险企	措施	效果
平安	“优+”代理人计划，以优增优；建设钻石代理人队伍。	大专及以上学历代理人在 2021 年、2022 年占比提升 2.4pct、3.4pct。2022 年新增人力中“优+”代理人占比提升 14.1pct。代理人人均收入、人均产能在 2022 年大幅提升。
太保	“长航合伙人”计划；2022 年实施“芯”基本法。	核心人力规模在 2022 年企稳，人均产能、佣金收入在 2022 年高增。
国寿	推广“众鑫计划”，促进代理人职业化、专业化转型，坚持“稳中固量、稳中求效”的发展战略。	人力流失压力在同业中最小，队伍较为稳固。同时代理人产能也获得较大提升。
新华	推动人力清虚，推动队伍向“专业化、年轻化、城市化”转型。	人力合格率降幅逐步收窄，月均人均综合产能逐步回升。

资料来源：公司公告，山西证券研究所

第三，银保渠道的持续发力。伴随市场需求变化，特别是储蓄险产品的热销，银保的重要性逐渐被上市险企重新重视起来。自 2019 年起新华提出银保业务规模快速提升，太保、平安等在随后的时间里也逐渐加大银保渠道建设。其中太保对待银保的战略变化尤其明显，2019 年、2020 年几乎未在年报中提及关于银保渠道的布局，2021 年起则提出要“推动银保渠道保费快速增长”，2022 年继续要“推进银保高速发展”。

表 6：各险企银保渠道战略变化

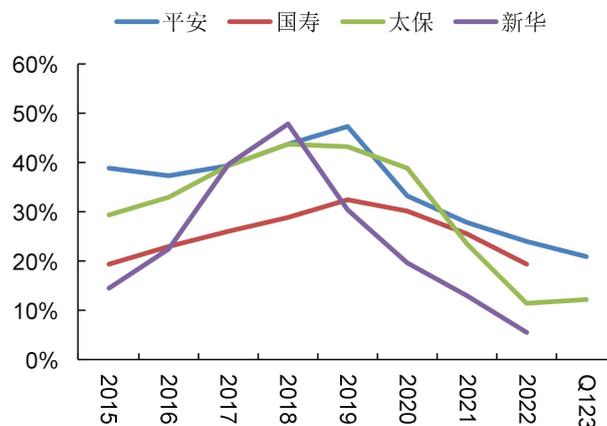
险企	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
平安	坚持价值导向经营，深化期缴业务转型	升级产品与科技，降低疫情影响	价值导向打造银保“渠道+产品+科技”体系，提升渠道价值贡献； 深化与平安银行合作。	深化平安寿险和平安银行独家代理合作模式； 平安寿险协助平安银行搭建新优才银保队伍，队伍规模扩张较快。
太保	未提及	未提及	加快建设底层支撑能力与体系，推动银保渠道保费快速增长。	聚焦核心区域，塑造核心队伍，优化产品服务，推进银保高速发展。
国寿	聚焦期交业务发展，推动业务架构优化、渠道价值率提升。	以规模和价值并重为长远目标，深耕银行代理业务，稳步推进渠道转型	坚持规模与价值并重，推动渠道健康发展。	持续深化银行合作，保费规模与业务价值较快增长
新华	完善产品体系，推动业务规模快速提升	挖掘客户需求，推动业务规模快速提升	深化重点渠道合作，大力发展银保期交业务	抢抓银保渠道机遇，优化渠道合作模式和产品服务供给。

资料来源：公司公告，山西证券研究所

综上所述，代理人规模企稳、人均产能提升、银保持续发力将支持 FYP 增长。

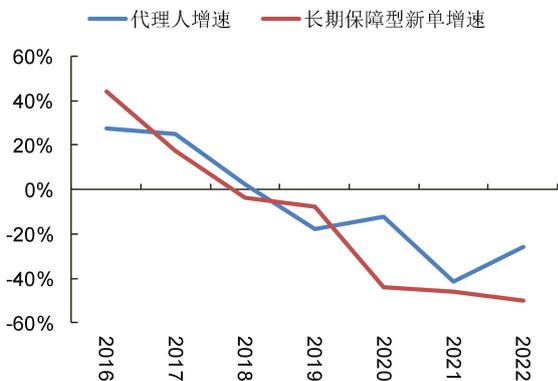
对于 NBVM 来说，我们认为也在发生积极变化。第一，高价值的重疾险产品，其新单占比已在低位，假设该产品未来销售仍然不佳，其对险企整体的 NBVM 拖累程度也较小。以平安为例，2022 年长期保障型产品的 FYP 占比 6.0%、NBV 占比 21.6%，将其剔除后平安整体业务的 NBVM 将由 24.1% 降至 20.1%，变动已较小。第二，高价值的产品将来销售未必会延续颓势，如果其销售出现向好发展趋势，NBVM 甚至可能有所回升。以平安和新华为例，其保障型产品的销售情形和人力规模的变化趋势大体一致。伴随代理人规模的企稳，以及居民收入改善下的保险市场回暖，保障型产品销售有望向好，从而带动 NBVM 提升。

图 15：各上市险企 NBVM 已处于较低位置



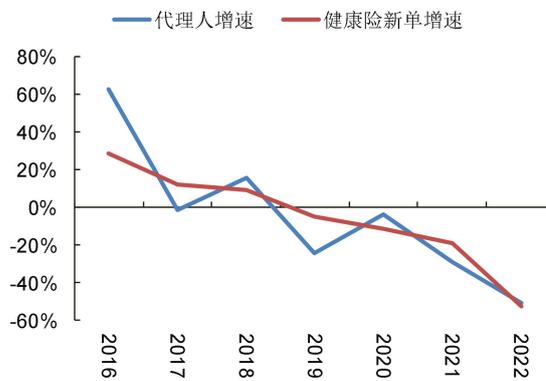
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 16：平安代理人增速与长期保障型新单增速变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 17：新华代理人增速与健康险新单增速变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

3. 财险维持较高景气度

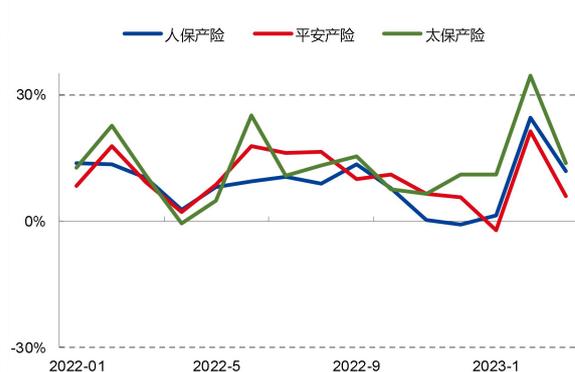
财险保费保持较快增长。据银保监会数据，2023 年前 2 月产险保费同比+10.5%，2023 年 3 月同比+11.1%，增速自 2022 年 11 月以来保持上行。各家上市险企产险增速也较高，Q123 人保、平安、太保增速分别为 11.70%、5.87%、13.80%。2023 年因春节错位影响，上市财险第一季度增速波动较大。

图 18：财险当月保费增速上行（亿元）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 19：人保、平安、太保财险增速处于高位

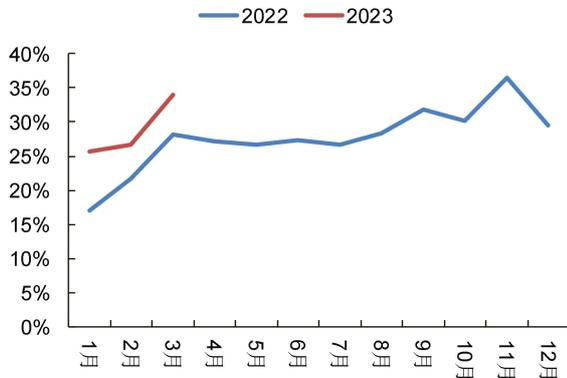


资料来源：公司公告，山西证券研究所

车险作为财险的主力业务，增速有望保持较快增长。主要原因是新能源车渗透率提升且其单车保费较高。据乘联会数据，2023 年以来，新能源车渗透率保持提升，截至 2023 年 3 月渗透率已达 34%，接近去年 11 月的高点。据中国财险 2022 年年报，新能源车单车保费达 4403 元/辆，超过整体车险的 2562 元/辆。此

外，根据银保监会数据，行业件均车险保费也处于回暖趋势。

图 20：新能源车渗透率保持提升



资料来源：乘联会，山西证券研究所

图 21：车险件均保费恢复上升（元/辆）



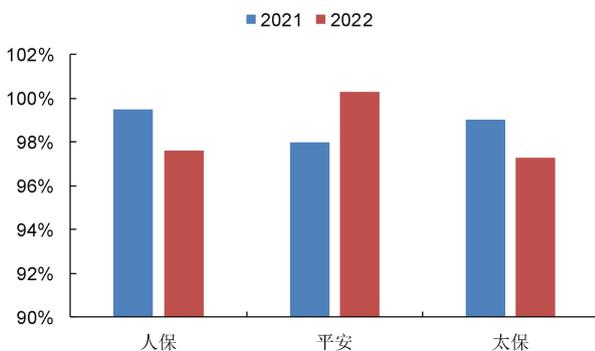
资料来源：银保监会，山西证券研究所

2023年1月，银保监会发布《关于进一步扩大商业车险自主定价系数浮动范围等有关事项的通知》，将商业车险自主定价系数浮动范围扩大为[0.5-1.5]（此前为[0.65-1.35]）。头部险企风险管理及定价能力更优，能进一步优化价格与风险匹配能力。此外，《通知》打开了高风险车辆的承保业务。

财险行业综合成本率亦有改善趋势。财险行业集中度较高，头部险企的产品定价能力较强，规模优势之下费用控制能力也较强。定价及控费优势之下，头部险企的承保利润率有望保持。

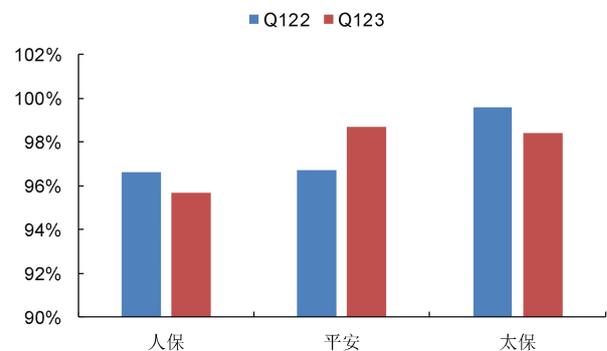
人保、太保综合成本率持续改善，2022年分别同比-1.9pct、-1.7pct，Q123分别同比-0.9pct、-1.2pct。平安主要因为保证保险业务赔付支出大幅增加，拖累整体综合成本率。其车险业务2022年综合成本率95.8%、同比-3.1pct，仍处改善趋势。

图 22：2021 至 2022 年综合成本率变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 23：Q122 至 Q123 综合成本率变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

4. 投资建议

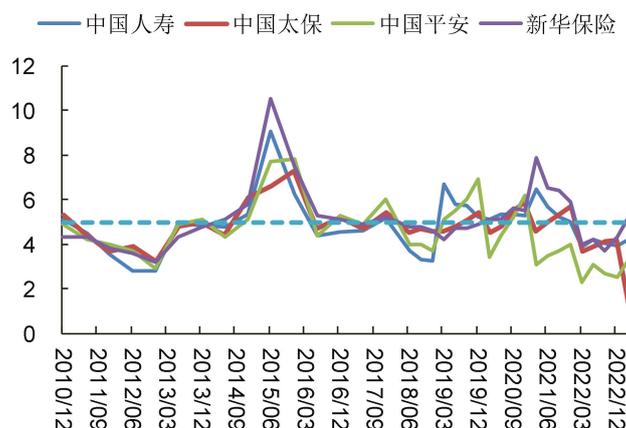
4.1 看好寿险负债端复苏的可持续性、财险较高的景气度

自 2016 年以来，保险的供需经历三个阶段的变化。当前整体处于阶段二向阶段三靠拢的过程中，险企 FYP 规模已开始回升，NBVM 未再大幅下滑，NBV 拐点或已到来。当前时点来看，保险产品的需求端仍然是缺乏弹性的，监管引导预定利率下调的行为可能不会明显影响保险需求，因此导致的 NBVM 上升给保险公司带来的正面影响可能会抵消销售下滑带来的负面影响，保险公司的总利益可能增加，也即 NBV 增加。

从供给端来看，保险行业也在发生积极变化。如果拆分来看 FYP 和 NBVM 对 NBV 的影响，FYP 的积极变化包括：1) 代理人规模逐步企稳。代理人收入提升使得增员难度下降，产能提升使得险企清虚动力减弱；2) 代理人产能明显提升。历经渠道改革之后，代理人渠道改革成效已逐步显现，产能提升的优质代理人素质更高，销售能力、专业素质良好，在保险市场需求向好的背景下，预计产能提升的趋势可以保持；3) 银保渠道持续发力。当前银保渠道在各家险企经营中仍占据着较为重要的地位。NBVM 方面的积极变化包括：1) 若高价值产品销售继续不佳，因其新单占比较低和 NBV 占比较低，销售不佳对险企整体 NBVM 的拖累已较为有限；2) 保障型产品等高价值产品销售未必会延续颓势。因为需求向好、代理人增速回升等因素，高价值产品的销售可能会有转变。

财险方面，景气度向好、综合成本率改善，伴随汽车保有量增加以及新能源汽车渗透率不断提升，车险保费将维持增长。同时，《通知》有望优化车险存量业务。总体而言，财产险高景气度或可持续。

图 24：上市险企总投资收益率变化趋势



资料来源：公司公告，山西证券研究所

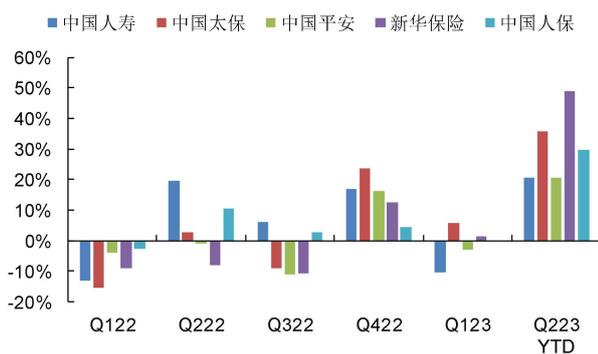
资产端方面，投资收益率仍有改善空间。Q123 各险企总投资收益率：平安 3.30%、国寿 4.21%、太保 1.40%、新华 5.20%，仅有新华达到 5.0% 的精算假设。伴随经济复苏、股市上行，险企资产质量有望改善，

投资收益率有望继续好转。

自 Q222 以来，负债端有良好表现的险企，股价表现均较好。比如，国寿 2022 年一季报显示 FYP 恢复正增长，同时 NBV 降幅收窄，负债端呈现积极变化，因此国寿在 Q222 及 Q322 涨幅领先同业，并且在市场整体波动较为剧烈的背景下仍然取得了良好的绝对收益。此外，太保 2022 年三季报显示单季度 NBV 增速已经回正，负债端拐点初现，因此太保在 Q422 及 Q123 涨幅领先同业，并且依旧取得了良好的超额收益。平安、太保、国寿的 2023 年一季报显示 NBV 增速均回正，保险行业负债端复苏态势逐步得到认可，保险股迅速上涨，涨幅与 Q123 的 NBV 增速基本对应。需要说明的是，新华保险的上漲更多是因为公司本身投资收益的良好表现和资产端的弹性。

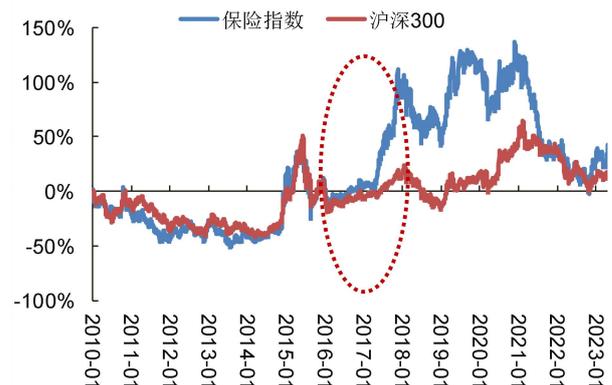
展望未来，我们认为负债端的复苏态势可以持续，如果伴随经济复苏和股市上行，保险股的弹性将较为充足，可能复制 2017 年的行情。

图 25：上市险企季度涨跌幅变化



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 26：保险指数与沪深 300 自 2010 年来累计涨幅



资料来源：Wind，山西证券研究所

4.2 机构持仓较低，估值仍处低位

当前，机构的保险股持仓处于低位，北向资金的保险股持仓略高于历史均值。

机构（公募基金+券商集合资管）持仓：Q123 持仓规模 282.23 亿元、占流通市值比重为 1.0%。2014 年以来平均值为 2.4%，近 5 年以来平均值为 2.3%。若升至均值，保险板块或将流入 300 亿元。

北向（陆股通）持仓：Q123 持仓规模 534.31 亿元、占比 2.13%。近 5 年以来平均值为 1.97%。

Q123 机构持仓占比：平安 4.29%、太保 2.33%、新华 0.70%、国寿 0.31%、人保 0.17%；北向持仓占比：平安 8.10%、太保 4.75%、新华 2.31%、人保 1.07%、国寿 0.20%。

图 27：机构持有保险股仓位变化（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 28：陆股通持有保险股仓位变化（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

根据各家险企自身基本面的差异，我们重点推荐：

1) 负债端持续复苏可期，凭借负债端良好表现有望收获超额收益的个股：平安、太保。

- 中国平安：Q422/Q123 时 NBV 已处于拐点位置，负债端的持续复苏可期。结合此前国寿、太保负债端复苏时的股价表现，我们认为本轮平安股价涨势或将持续。此外，公司资产端也有明显好转，总投资收益率逐步提升、资产减值计提充分、涉房资产规模持续压缩。当前股价对应 2023E P/EV 0.62x，仍低于近 5 年合理估值区间下限。维持“买入-A”评级。

风险提示：负债端改善不及预期，资产质量恶化，长端利率下行等。

- 中国太保：NBV 复苏态势延续并领先同业。归根结底是代理人产能提升和银保渠道贡献加大。销售产品的结构及 NBVM 较为稳定。供给能力提升+保险市场需求弹性较小，太保 NBV 增长具备持续性。2023E P/EV 0.44x，低于过去 5 年均值。维持“增持-A”评级。

风险提示：银保渠道业务扩张不及预期，新业务价值率下滑，资本市场波动等。

2) 产险龙头，所处行业景气度较高叠加自身综合成本率改善的中国人保

- 中国人保：唯一的产险上市央企，产险市占率在 2022 年达到 32.7%，遥遥领先。公司是中国财险行业的先行者，数年来较高的市占率所累计出的规模优势巨大；综合成本率改善趋势，2022 年综合成本率降至 97.6%、同比-190BP，驱动承保利润达到 100.63 亿元、同比+456.0%。其中车险、农险、意健险等产品均出现综合成本率下降。公司综合成本率改善本质是公司的定价能力和费用控制能力良好，这种能力可以长期持续。产险当前 P/B 1.10x，处上市以来相对低位。维持“买入-A”评级。

风险提示：产险行业景气度下降，行业竞争加剧，汽车销量不及预期，政策风险等。

3) 资产端弹性较足，贝塔属性较强，对股市上行较为敏感的个股：国寿、新华。

- 中国人寿：寿险央企，经营稳健，渠道改革过程中代理人降幅不及同业，银保渠道也相对稳定。此外，资产端对利率、股市的弹性也较足，为当前兼具阿尔法+贝塔的标的。2023E P/EV 0.84x，低于过去 5 年均值。维持“买入-B”评级。

风险提示：资本市场波动加剧，长端利率下行，负债端改善不及预期等。

- 新华保险：负债端表现弱于同业，但贝塔属性在执行 IFRS 9 及 IFRS 17 后进一步增强，Q123 归母净利润同比+115.1%。2023E P/EV 0.47x，略高于近 5 年合理估值区间下限。维持“增持-B”评级。

风险提示：资本市场波动加剧，长端利率下行，代理人流失，代理人产能未有明显提升等。

图 29：中国人保产险业务 P/B 走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 30：平安寿险调整后 P/EV¹ 走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 31：太保寿险调整后 P/EV 走势



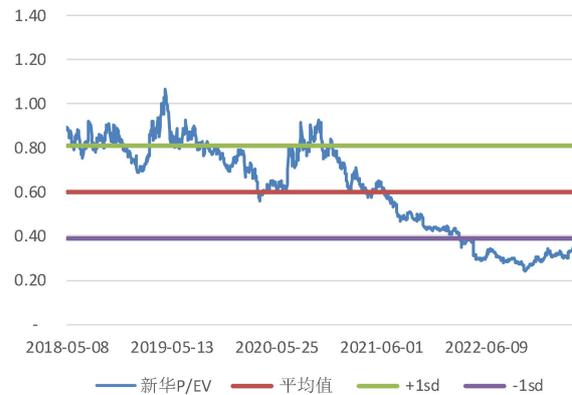
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 32：中国人寿 P/EV 走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 33：新华保险 P/EV 走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

¹ 调整方式：当日寿险 P/EV=(当日公司总市值-财险净资产*0.6)/寿险 EV。

风险提示

资本市场波动的风险。投资业务也是保险公司的主营业务之一，会对短期业绩产生较大影响。

长端利率下行的风险。储蓄险新单占比提升会使得保险公司内含价值对投资收益率的敏感性上升，若利率下行，则保险公司有出现利差损的风险。

负债端改善不及预期的风险。负债端面临的不确定性仍然较多，如代理人规模探底、产能提升瓶颈、银保发展的可持续性等。

终端需求疲弱的风险。

宏观经济下行超预期的风险。这可能会使得保险公司的投资收益、资产质量等受到负面影响。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

