

保险 II 行业点评报告

保险点评：靴子落地、超调到位、静候佳音 增持（维持）

2023年06月20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：**6月一年期贷款市场报价利率(LPR)3.55%，前值3.65%；五年期LPR4.2%，前值4.3%。一年期LPR与五年期LPR全部调降10bps。此前市场对保险股资产端（长端利率&汇率）担忧使得估值重回低位，忽略了负债端改善的事实并低估了持续性。LPR如期下调后，更应重视政策落地后经济改善预期升温，而非局限对险资投资收益率的担忧。

■ **靴子落地。**6月8日，多家银行下调存款挂牌利率，其中2年期定期调普降10bps，2Y以上普降15bps。6月13日央行公告下调7天OMO中标利率10bp至1.9%，随后SLF、MLF等政策利率均跟随性下调10bp。市场对本月LPR调降已形成共识，不过市场对各期限降幅上观点仍有一定分歧。市场预期非对称降息，即5年期LPR调低幅度可能会超过15bps，但是最终调整幅度为同步。金融数据低迷和宏观经济复苏低于预期是本轮降息的主要原因之一，值得注意的是，本次LPR降息也可以看作针对房地产市场的政策宽松的重要信号。

■ **超调到位。**自5月中旬以来，在中特估热度回落的背景下，保险板块股价重回4月起涨点。5月8日至6月19日，A/H股保险股持续回调，中国太保（A股：-20.3%；H股：-17.7%）、新华保险（A股：-13.4%；H股：-15.0%）、中国人保（A股：-11.2%；H股：-7.6%）、中国平安（A股：-10.9%；H股：-12.1%）和中国人寿（A股：-8.0%；H股：13.0%）。我们认为，近期人民币汇率持续破“7整数关口”、高频中观数据显示企业盈利仍处于低位、市场对昆明城投债务风险关注抬头等因素交织影响，是拖累板块估值回调的重要原因。6月以来市场对降息预期逐步升温，当前LPR如期下调后，更应重视政策落地后经济改善预期升温，而非局限对险资投资收益率的担忧。

■ **静候佳音。**1) 受寿险预定利率下调预期，2Q23以来头部上市险企新单数据继续维持高增，6月增速在同期相对高基数下继续维持高增。我们预计目前来看具体炒停售时间节点可能采取“一司一策”的方案，部分中小公司于5月底已大面积产品下降，头部公司当前仍处于销售窗口期，叠加存款利率下行、竞品表现一般、居民风险偏好仍在低位，我们预计1H23上市险企NBV同比增速排序为：太保(+25%)>平安(+20%)>国寿(+12%)>新华(+8%)。2) 无需过度担心3Q23新单数据压力。即便预定利率下降（从3.5%到3.0%），对追求保本长期稳定收益的客户影响不大。产品储备方面，公司预计会推出分红险等利益共享新产品，同时考验队伍的销售能力，优质头部公司有望受益。值得注意的是，相比2021年初重疾险炒停后长期健康险销售持续低迷不同的是，当前储蓄型业务外部销售环境是持续且明显改善的，或者说即使没有炒停，储蓄型业务表现本来就不差。年初以来队伍质态持续改善，支撑2H23业务复苏动能。炒停本身不能带来业绩的持续改善，但能从供给侧提升队伍的收入和展业信心。一方面，疫情三年以来队伍和客户面对面沟通减少，预定利率下调预期下产品有涨价压力，客户咨询购买意愿提升。另一方面，队伍收入企稳有助于提升代理人信心，新增入口有望打开，迎来队伍管理正循环。

■ **投资建议：**LPR下调靴子落地、保险股超调到位、静候负债端佳音。我们认为保险板块本轮上涨，短期靠中特估催化，中期看负债端拐点验证，长期需要宏观经济持续修复加持。板块推荐：中国太保、新华保险、中国平安和中国人寿。

■ **风险提示：**预定利率下降使得产品吸引力下降销售难度增加，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

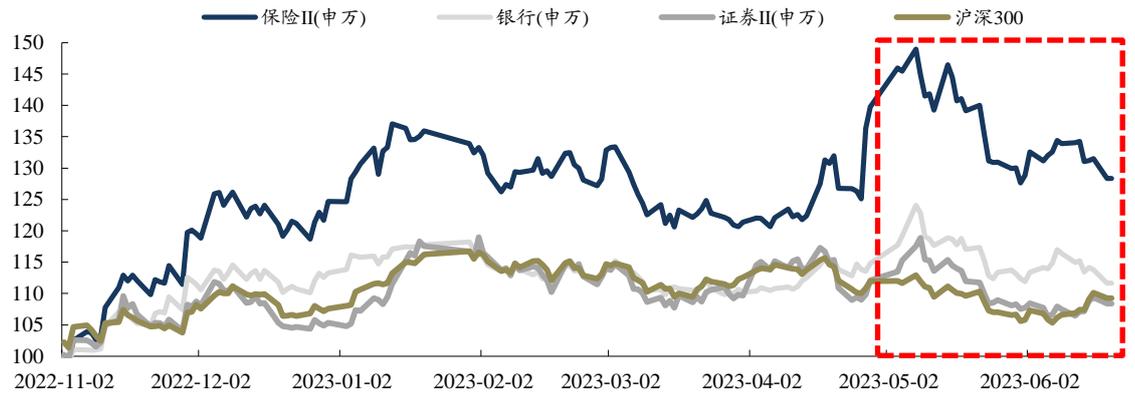
《上市险企5月保费数据点评：储蓄型寿险产品维持高增，车均保费拖累车险增速》

2023-06-16

《定价利率下调后新型产品能否扛起销售大旗——来自海外经验与本土环境的综合分析》

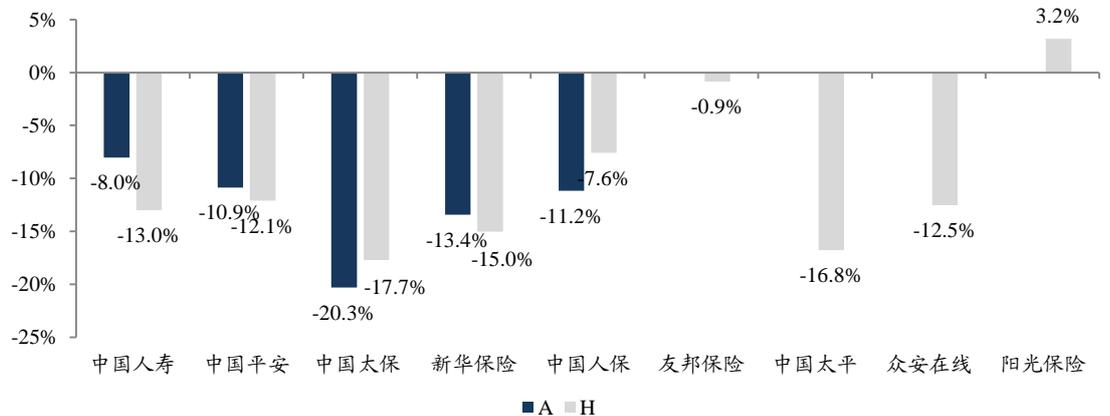
2023-06-07

图1: 2023年5月以来保险股高位回落



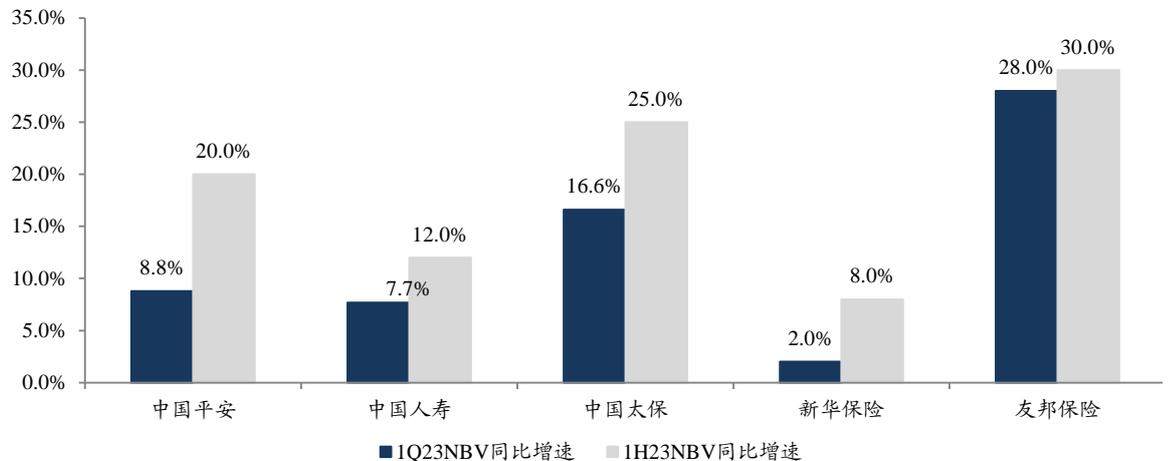
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023年5月8日以来AH保险股涨幅情况对比(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 2: 上市险企估值表 (以 2023 年 6 月 19 日股价计)

代码	EVPS	收盘价	2022A	2023E	2024E	2025E	P/EV	2022A	2023E	2024E	2025E
601318.SH	中国平安	47.50	77.89	83.87	90.01	92.84	中国平安	0.61	0.57	0.53	0.51
601628.SH	中国人寿	36.48	43.54	47.22	51.03	55.13	中国人寿	0.84	0.77	0.71	0.66
601601.SH	中国太保	27.84	54.01	60.70	66.06	71.19	中国太保	0.52	0.46	0.42	0.39
601336.SH	新华保险	37.27	83.94	90.25	97.42	105.24	新华保险	0.44	0.41	0.38	0.35
代码	EPS	收盘价	2022A	2023E	2024E	2025E	P/E	2022A	2023E	2024E	2025E
601318.SH	中国平安	47.50	4.58	7.27	8.62	9.31	中国平安	10.36	6.53	5.51	5.10
601628.SH	中国人寿	36.48	1.14	1.53	1.74	1.89	中国人寿	32.14	23.77	21.00	19.31
601601.SH	中国太保	27.84	2.56	3.02	3.54	3.95	中国太保	10.88	9.22	7.87	7.06
601336.SH	新华保险	37.27	3.15	4.12	4.57	5.12	新华保险	11.84	9.04	8.16	7.28
代码	BVPS	收盘价	2022A	2023E	2024E	2025E	P/B	2022A	2023E	2024E	2025E
601318.SH	中国平安	47.50	46.16	49.79	54.79	59.59	中国平安	1.03	0.95	0.87	0.80
601628.SH	中国人寿	36.48	15.43	16.65	17.98	19.40	中国人寿	2.36	2.19	2.03	1.88
601601.SH	中国太保	27.84	23.75	27.29	29.79	32.50	中国太保	1.17	1.02	0.93	0.86
601336.SH	新华保险	37.27	32.98	36.36	39.95	43.97	新华保险	1.13	1.02	0.93	0.85
代码	BVPS	收盘价	2022A	2023E	2024E	2025E	P/B	2022A	2023E	2024E	2025E
2328.HK	中国财险	9.48	9.57	10.91	12.03	13.23	中国财险	0.91	0.80	0.72	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=0.9156 元人民币汇率计算, 数据更新至 2023 年 6 月 19 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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>