

承保盈利持续改善，ROE创出新高 ——从1Q23偿二代二期工程季报看头部财险公司经营质效

2023年6月21日

首席分析师：胡翔
执业证书编号：
S0600516110001
联系邮箱：
hux@dwzq.com.cn

证券分析师：葛玉翔
执业证书编号：
S0600522040002
联系邮箱：
geyx@dwzq.com.cn
联系电话：
021-60199761

证券分析师：朱洁羽
执业证书编号：
S0600520090004
联系邮箱：
zhujieyu@dwzq.com.cn

- **头部险企陆续披露1Q23偿二代二期工程报告摘要，我们根据建立的【东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系（财险篇）】，通过标准化打分加总的形式对样本财险公司的季度经营和盈利能力进行综合评分，标准化得分由高至低为人保财险、太保财险、国寿财险、大地财险、太平财险和平安财险，行业马太效应明显，头部险企竞争力进一步提升，我们具体分析如下。**
- **偿付能力充足率变化：**最低资本环比上升幅度高于实际资本使得偿付能力充足率下降。1Q23末样本财险公司平均核心偿付能力充足率为184.9%，环比4Q22下降4.8pct.；综合偿付能力充足率为220.5%，环比4Q22下降4.2pct.。具体来看最低资本上升更多的主要原因是受过渡期政策变动影响，各类风险的风险因子较2022年有所调升。
- **财险公司经营指标分析：**保费增速回暖，ROE改善。1Q23样本财险公司合计实现保险业务收入3,556亿元，期末净资产为4,605亿元。1Q23受益于权益市场反弹和赔付率仍处于低位影响，样本财险公司实现净利润148亿元，同比增加6.2%，平均ROE为3.2%。平均综合成本率为96.4%，平均投资收益率为0.9%，平均综合投资收益率为1.2%。1Q23样本公司承保利润率由高至低为人保财险（6.2%）、太保财险（2.1%）、国寿财险（1.7%）、平安财险（1.2%）、太平财险（0.2%）和大地财险（-0.4%）。人保财险承保利润优势进一步凸显，在样本财险公司承保利润占比由1Q22的56.37%提升至1Q23的69.81%。车均保费下降拖累车险业务增速放缓，我们预计2Q23同比和环比车险承保利润整体承压，一方面车辆出险率逐步回升，另一方面费用率受中小主体竞争加剧略有抬头。1Q23新保险合同会计准则计量下，上市险企合计实现财险业务保险服务收入2268.70亿元，同比增长9.4%，实现承保综合成本率97.2%，同比基本持平；实现新准则下承保利润59.45亿元同比小幅下降1.8%，若剔除平安财险外则明显改善。
- **实际资本与最低资本分析：**样本财险公司1Q23样本财险公司核心一级资本和附属一级资本在资本中占比分别83.88%和16.12%（4Q22末为84.42%和15.58%）。1Q23末非寿险业务保险风险、市场风险和信用风险最低资本占比分别为70.3%、47.2%和29.2%（4Q22末为70.8%、47.2%和28.8%）。具体来看，1Q23太保保险风险最低资本占比最高（达76.3%），表征更加“保险姓保”；人保的保险风险最低资本占比最低（达65.0%）。太保财险信用风险最低资本最高（达42.6%），表征受外部市场环境波动冲击更大。人保财险保费和准备金风险最低资本增长较为明显，主要受车险综合成本率变动所致。

- **资本经营效率分析：**我们分别估算了承保杠杆和投资杠杆，1Q23样本财险公司两项指标平均值分别为2.3倍和4.0倍，同环比保持稳定。使用“保险合同负债/最低资本”以表征资本运用效率，1Q23末样本财险公司排名前三：太保财险、国寿财险、大地财险。我们使用“超过150%最低资本要求的净资产占比”表征期末资产负债表中每单位净资产最大可供分配金额，该比值越高表明财险公司潜在报表分红能力越强。1Q23末样本财险公司排名前三：大地财险、人保财险和国寿财险。
- **投资建议：**通过我们建立的【东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系（财险篇）】能够更清晰且更高频率地分析样本财险公司的季度经营效益、盈利能力水平和资本效率水平，并可横向和纵向进行比较分析，有助于市场更全面地分析上市公司基本面，优质上市公司估值溢价或将进一步提升，推荐中国财险。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。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，关注业绩表现当弱不弱的财险板块龙头中国财险。**
- **风险提示：**1) 二期工程下偿付能力报告为披露摘要报告，相关指标解读与实际经营结果与风险水平可能存在偏差；2) 市场竞争加剧推升费用率水平，拖累整体承保业绩；3) 股市波动导致投资收益下滑。



1.1 Q23 偿二代二期工程季报披露

2. 主要指标结果分析

3. 财险公司经营指标分析

4. 实际资本分析

5. 最低资本分析

6. 资本经营效率分析

7. 主要结论与投资建议

8. 风险提示

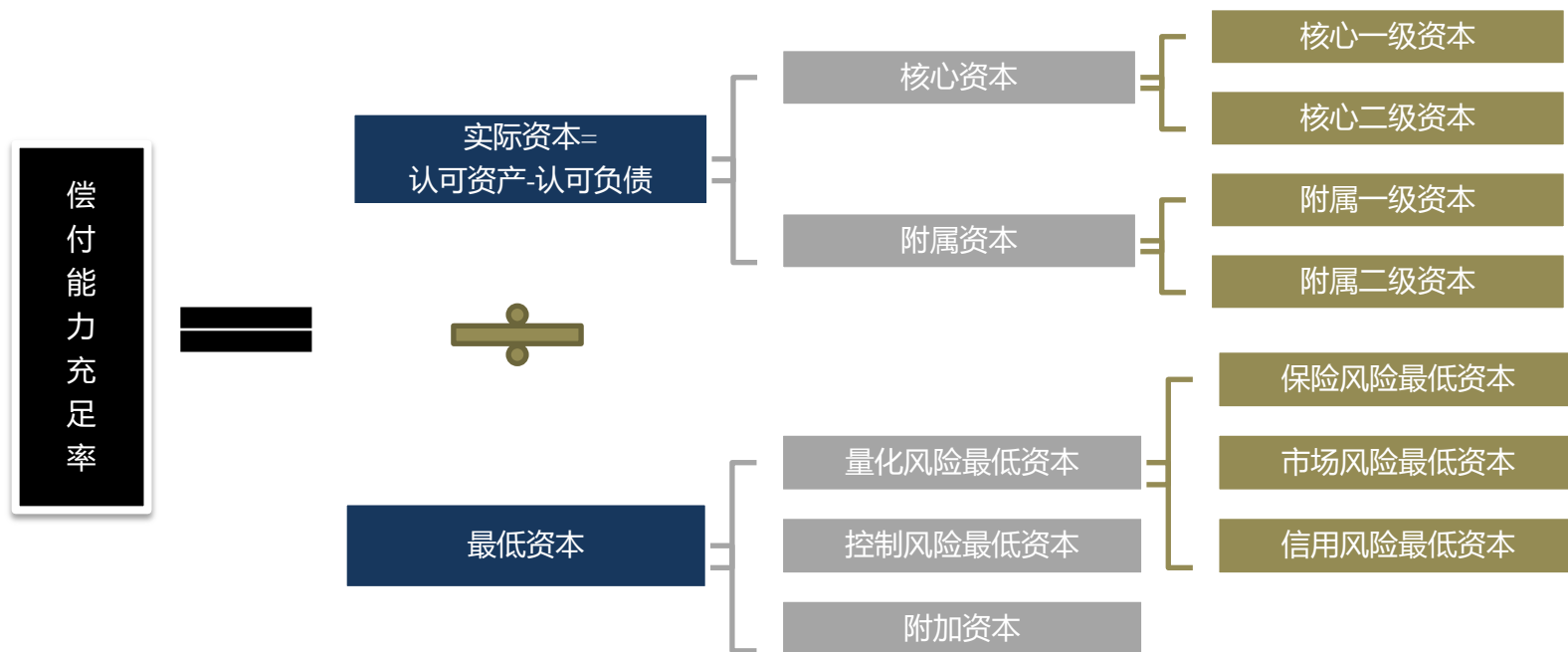
1.引言：1Q23偿二代二期工程季报披露

1.1.二期工程补齐监管制度

➤ 偿付能力充足率计算框架

- 核心偿付能力充足率=核心资本/最低资本，衡量高质量资本的充足状况，监管最低要求50%。
- 综合偿付能力充足率=(核心资本+附属资本)/最低资本，衡量资本的总体充足状况，监管最低要求100%。

图：偿付能力充足率计算框架



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所；

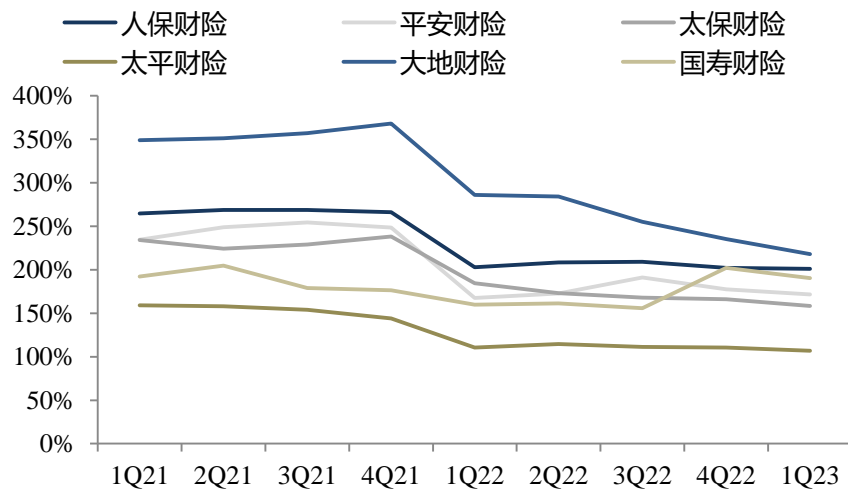
注：二期工程下，实际资本和最低资本相比一期工程同时下降，但分子实际资本下降幅度更大，因子偿付能力充足率水平整体出现行业性下滑

1.1.二期工程补齐监管制度

➤ 样本财险公司综合偿付能力充足率与核心偿付能力充足率变化趋势分析

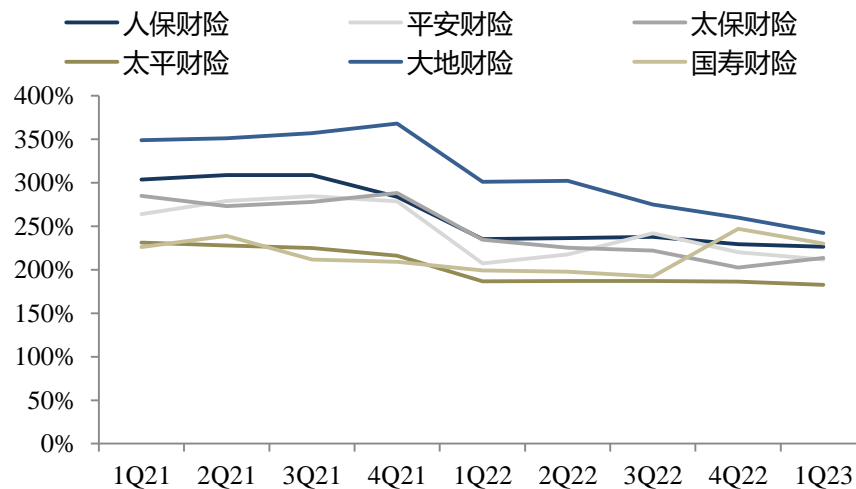
- 1Q22样本财险公司正式实施偿二代二期工程，综合和核心偿付能力充足率均有不同程度下降。
- 1Q23末样本财险公司平均核心偿付能力充足率为184.9%，环比4Q22下降4.8pct.；综合偿付能力充足率为220.5%，环比4Q22下降4.2pct.。
- 最低资本环比上升幅度高于实际资本使得偿付能力充足率下降，具体来看最低资本上升更多的主要原因是受过渡期政策变动影响，各类风险的风险因子较2022年有所调升。

图：样本财险公司核心偿付能力充足率变化趋势



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：样本财险公司综合偿付能力充足率变化趋势



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

1.2.评价体系

➤ 我们建立了【东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系（财险篇）】评价体系，通过标准化打分加总的形式对样本财险公司的季度经营和盈利能力进行综合评价

保费收入同比增速 (+, 正向指标)

• 保险业务收入增速体现了样本财险公司全口径保费增长情况。保费收入同比增速越高，表明样本财险公司保费收入增长动能越强。

ROE (+, 正向指标)

• 计算公式=净利润÷期初期末平均净资产×100%

综合投资收益率 (+, 正向指标)

• (投资收益+公允价值变动损益+汇兑损益+可供出售金融资产的公允价值变动净额 - 投资资产减值损失 - 投资业务的税金及附加 - 利息支出) ÷ 报告期资金运用平均余额×100%

承保利润率 (+, 正向指标)

• 1-综合成本率。其中综合成本率=(赔付支出+未决赔款准备金变动额-摊回赔付支出+业务及管理费+手续费及佣金+分保费用支出+承保业务的税金及附加-摊回分保费用) ÷ (自留保费-未到期责任准备金变动额) ×100%

综合费用率 (-, 负向指标)

• (业务及管理费+手续费及佣金+分保费用支出+承保业务的税金及附加-摊回分保费用) ÷ (自留保费-未到期责任准备金变动额) ×100%

百元保费经营活动净现金流 (+, 正向指标)

• 经营活动净现金流÷保费收入×100，其中，经营活动净现金流及保费收入的计算口径均为本年累计数

直销渠道签单保费贡献占比 (+, 正向指标)

• “直销渠道签单保费/整体签单保费”，该指标越高表明渠道管控能力越强

非车保费收入效率 (-, 负向指标)

• “应收款项占比/非车业务签单保费收入占比”以表征非车保费收入效率，该指标内涵为每提高单位百分点非车业务占比所带动应收款项占比提升

保险风险最低资本占比 (+, 正向指标)

• 保险风险最低资本占比越高说明公司市场和信用风险最低资本越低，受外部环境波动影响相对更小

保险合同负债/最低资本 (+, 正向指标)

• 使用二期工程下逐季披露的“保险合同负债/最低资本表”以表征资本运用效率。该指标内涵是每单位最低要求资本所以创造的财险保险合同准备金，比值越高表明财险公司资本经营效率更高

报表潜在分红能力 (+, 正向指标)

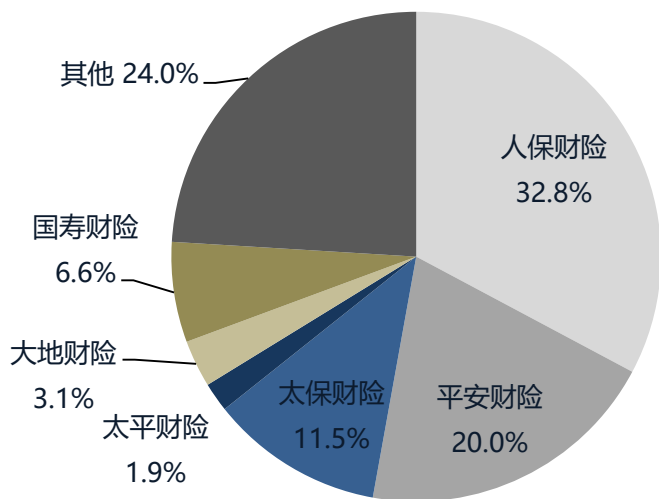
• 分子为“期末净资产-150%*二期工程下期末最低资本要求”，分母为期末净资产，表征期末资产负债表中每单位净资产最大可供分配金额，比值越高表明财险公司潜在报表分红能力越强

1.3.样本选择

我国财险行业呈现极强的马太效应，头部公司无论是保费规模还是盈利能力均显著优于中小公司

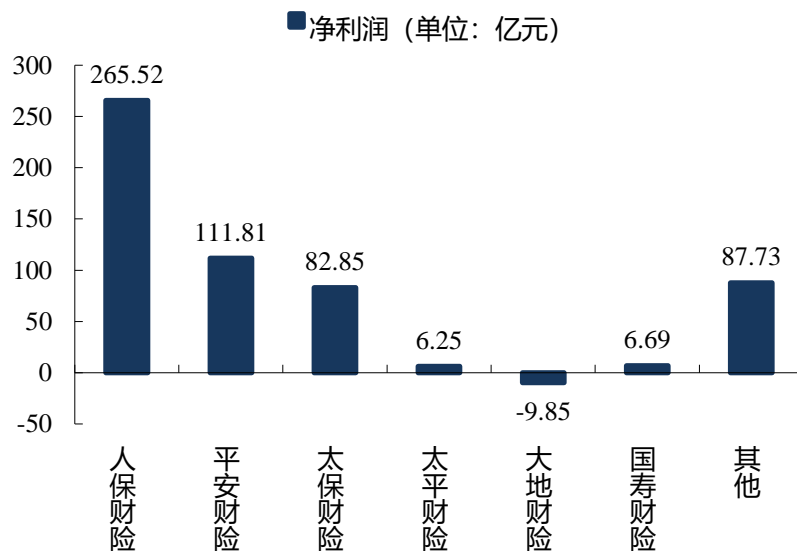
- 我们选取了传统老三家财险公司（人保财险、平安财险和太保财险）以及具有代表性的上市险企财险子公司（太平财险、大地财险和国寿财险），合计6家公司作为样本进行分析。
- 2022年老三家财险公司贡献全行约64.3%的保费收入和83.5%的净利润。

图：样本财险公司原保费收入占比（2022）



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图：样本财险公司净利润占比（2022）



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

1.4.主要结论

- 我们建立了【东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系（财险篇）】评价体系，通过标准化打分加总的形式对样本财险公司的季度经营和盈利能力进行综合评分

表：东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系（财险篇，评价时间：1Q23）

指标名称	计算指标	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险
财务指标	保费收入同比增速 (+)	10.2%	5.4%	16.7%	19.9%	19.6%	6.8%
	ROE (+)	4.6%	1.9%	2.8%	2.2%	0.4%	2.8%
	综合投资收益率 (+)	1.3%	1.0%	1.4%	0.9%	1.0%	1.0%
承保效益	承保利润率 (+)	6.2%	1.2%	2.1%	0.2%	-0.4%	1.7%
	综合费用率 (-)	24.4%	28.6%	27.9%	34.3%	32.8%	30.0%
流动性风险指标	百元保费经营活动净现金流 (+)	3.78	(3.67)	0.70	5.04	3.40	8.94
业务结构	直销渠道签单保费贡献占比 (+)	42.7%	13.2%	35.2%	26.0%	39.1%	16.8%
	非车保费收入效率 (-)	26.2%	34.7%	32.7%	25.2%	37.9%	25.4%
最低资本构成	保险风险最低资本占比 (+)	65.1%	74.4%	75.0%	68.2%	69.9%	71.6%
资本经营效率	保险合同负债/最低资本 (+)	4.36	4.82	5.09	4.75	5.03	5.05
	报表潜在分红能力 (+)	31.9%	25.1%	14.8%	-14.8%	40.5%	26.9%

数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所，注：计算指标括号中的“+、-”表示正向/负向关系

注：相关评价体系请参考2022年5月外发报告《偿二代二期工程季报评价体系（财险篇）：拆解承保效益结构，剖析资本经营效率》

1.4.主要结论：人保财险继续领跑，平安当季掉队

- 标准化得分由高至低为人保财险 (5.4)、太保财险 (5.4)、国寿财险 (4.2)、大地财险 (3.2)、太平财险 (2.5) 和平安财险 (1.9)。老三家头部机构竞争力明显

表：东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系下样本公司标准化得分（财险篇，评价时间：1Q23）

指标名称	计算指标	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险
财务指标	保费收入同比增速 (+)	0.33	0.00	0.78	1.00	0.98	0.09
	ROE (+)	1.00	0.37	0.58	0.44	0.00	0.59
	综合投资收益率 (+)	0.74	0.14	1.00	0.00	0.22	0.28
承保效益	承保利润率 (+)	1.00	0.25	0.38	0.10	0.00	0.32
	综合费用率 (-)	0.00	-0.43	-0.36	-1.00	-0.85	-0.57
流动性风险指标	百元保费经营活动净现金流 (+)	0.59	0.00	0.35	0.69	0.56	1.00
业务结构	直销渠道签单保费贡献占比 (+)	1.00	0.00	0.74	0.44	0.88	0.12
	非车保费收入效率 (-)	-0.07	-0.75	-0.59	0.00	-1.00	-0.01
最低资本构成	保险风险最低资本占比 (+)	0.00	0.93	1.00	0.32	0.49	0.65
资本经营效率	保险合同负债/最低资本 (+)	0.00	0.63	1.00	0.53	0.92	0.95
	报表潜在分红能力 (+)	0.84	0.72	0.54	0.00	1.00	0.75
标准化得分		5.43	1.86	5.43	2.51	3.19	4.18

数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所，注：为统一得分，通过最大最小规范化 $[(X-\min) / (\max-\min)]$ ，将每一行属性的值映射至-1至1的区间

2.主要指标结果分析

2.1. 偿付能力充足率：核心与综合指标环比均有下降

➤ 最低资本环比上升幅度略高于实际资本，使得偿付能力充足率小幅下降

- 1Q23样本财险公司期末实际资本为4,906亿元，较上季度末环比增加5.3%，其中核心资本较上季末环比增加4.7%至4,115亿元；1Q23末最低资本为2,225亿元，较上季度末环比增长7.4%

➤ 太保、国寿、大地核心偿付能力充足率绝对水平降幅相对较大，太平财险整体偿付能力水平低于样本同业

- 1Q23相比4Q22末，样本财险公司降幅由低至高为人保财险 (-0.9pct.)、太平财险 (-3.5pct.)、平安财险 (-6pct.)、太保财险 (-7.9pct.)、国寿财险 (-11.9pct.) 和大地财险 (-17pct.)。

表：样本财险公司1Q22偿付能力环比变化情况（1Q23环比4Q22）

1Q23偿付能力表 (本季末环比上季末)	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险	合计值
认可资产	6.2%	1.7%	11.3%	9.1%	5.1%	4.9%	5.5%
认可负债	6.5%	1.5%	10.0%	11.0%	6.5%	5.4%	5.6%
实际资本	5.3%	2.5%	15.3%	2.3%	1.4%	3.4%	5.3%
最低资本	6.7%	6.5%	9.4%	4.2%	9.2%	10.9%	7.4%
核心偿付能力溢额	5.8%	-1.7%	-3.8%	-31.1%	-4.5%	-2.0%	1.7%
核心偿付能力充足率 (%)	201.0%	171.6%	158.2%	106.8%	218.0%	190.3%	184.9%
核心偿付能力充足率变化	-0.9pct.	-6pct.	-7.9pct.	-3.5pct.	-17pct.	-11.9pct.	-4.8pct.
综合偿付能力溢额	4.3%	-0.9%	21.1%	0.1%	-3.5%	-1.7%	3.7%
综合偿付能力充足率 (%)	226.3%	211.7%	213.4%	182.8%	242.0%	230.2%	220.5%
综合偿付能力充足率变化	-3pct.	-8.3pct.	11pct.	-3.4pct.	-18pct.	-16.7pct.	-4.2pct.

数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

2.1. 偿付能力充足率指标

➤ 样本财险公司预计2Q23偿付能力充足率仍下降

- 样本财险公司预计最低资本2Q23环比继续上升1.8%，而实际资本2Q23环比仍小幅下行0.3%。
- 平安财险预计2Q23核心偿付能力充足率上行2.2个pct.，领先样本公司。

表：样本财险公司1Q23偿付能力变化表下季度预测值环比变化情况（2Q23环比1Q23末）

1Q23偿付能力表 (下季度预测环比本季末)	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险	合计值
认可资产	2.2%	2.3%	-0.1%	0.1%	2.1%	3.2%	1.9%
认可负债	3.2%	2.6%	1.7%	0.0%	2.7%	3.7%	2.7%
实际资本	-0.4%	1.6%	-5.5%	0.4%	0.4%	1.5%	-0.3%
最低资本	2.7%	-0.3%	0.3%	-0.5%	6.9%	4.5%	1.8%
核心偿付能力溢额	-3.4%	2.8%	-14.9%	17.0%	-5.1%	-1.0%	-2.9%
核心偿付能力充足率 (%)	194.2%	167.1%	168.8%	110.7%	226.0%	179.5%	181.8%
核心偿付能力充足率变化	-6pct.	2.2pct.	-8.8pct.	1.2pct.	-13pct.	-4.8pct.	-3.9pct.
综合偿付能力溢额	-2.8%	3.2%	-10.6%	1.4%	-4.2%	-0.7%	-2.1%
综合偿付能力充足率 (%)	223.7%	209.0%	219.1%	184.6%	249.0%	218.9%	218.8%
综合偿付能力充足率变化	-6.7pct.	3.9pct.	-12.3pct.	1.6pct.	-15pct.	-6.5pct.	-4.6pct.

数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

2.2.流动性风险监测指标

- 财产保险公司的流动性风险监测指标包括经营活动净现金流、百元保费经营活动净现金流、特定业务现金流支出占比、规模保费同比增速、现金及流动性管理工具占比、季均融资杠杆比例、AA级（含）以下境内固定收益类资产占比、持股比例大于5%的上市股票投资占比、应收款项占比、持有关联方资产占比等

表：样本财险公司1Q23流动性风险监测指标结果

流动性风险监测指标	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险
经营活动净现金流（万元）	632,861	-282,456	39,614	43,672	51,042	259,787
百元保费经营活动净现金流（元）	3.78	-3.67	0.70	5.04	3.40	8.94
特定业务现金流支出占比	0.63%	7.44%	2.70%	6.01%	7.59%	1.54%
规模保费同比增速	10.19%	5.40%	16.50%	19.94%	20.09%	6.85%
现金及流动性管理工具占比	2.24%	3.74%	3.70%	5.26%	4.38%	9.74%
季均融资杠杆比例	3.67%	4.12%	2.30%	2.23%	7.51%	1.86%
AA级（含）以下境内固定收益类资产占比	0.10%	0.00%	0.40%	0.00%	1.43%	2.80%
持股比例大于5%的上市股票投资占比	8.02%	2.26%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
应收款项占比	15.55%	12.06%	17.00%	12.24%	22.25%	10.58%
持有关联方资产占比	11.83%	2.79%	1.50%	5.26%	1.65%	0.84%

数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

2.2.流动性风险监测指标

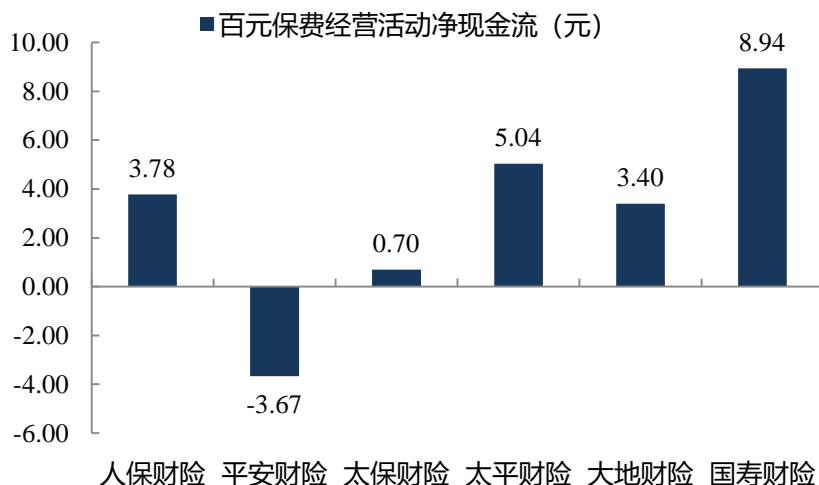
➤ 百元保费经营活动净现金流用于衡量保费转化为现金的效率

- 1Q23百元保费经营活动净现金流由高至低为国寿财险（8.94）、太平财险（5.04）、人保财险（3.78）、大地财险（3.40）、太保财险（0.70）和平安财险（-3.67）。

➤ 计算“应收款项占比/非车业务签单保费收入占比”以表征非车保费收入效率，该指标内涵为每提高单位百分点非车业务占比所带动应收款项占比提升

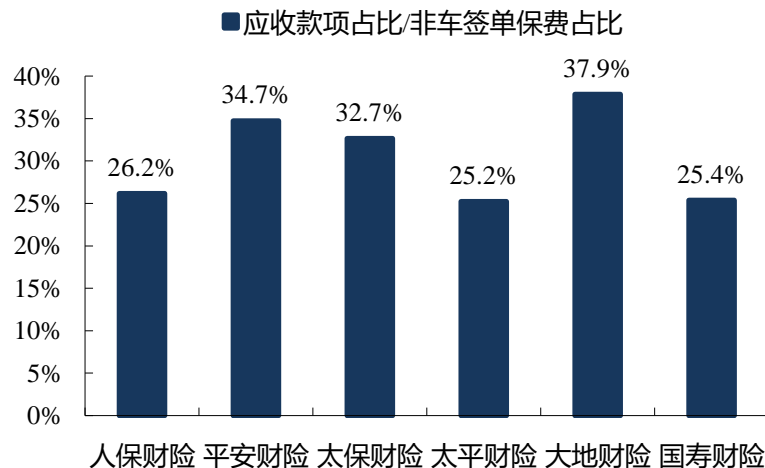
- 1Q23非车业务经营效率由低至高为太平财险（25.2%）、国寿财险（25.4%）、人保财险（26.2%）、太保财险（32.7%）、平安财险（34.7%）和大地财险（37.9%）

图：1Q23样本财险公司百元保费经营活动净现金流



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：1Q23样本财险公司非车保费收入效率



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

3.财险公司经营指标分析

3.1.主要经营指标分析

➤ 1Q23末老三家中人保财险、太保财险无论是盈利能力还是投资能力均显著领跑样本保险公司，平安财险相对较弱。第二梯队中，国寿财险各项经营指标表现亮眼

- 1Q23样本财险公司合计实现保险业务收入3,556亿元，期末净资产为4,605亿元。1Q23受益于权益市场反弹和赔付率仍处于低位影响，样本财险公司实现净利润148亿元，同比增加6.2%，平均ROE为3.2%。
- 1Q23末净资产收益率由高至低为人保财险（4.6%）、国寿财险（2.8%）、太保财险（2.8%）、太平财险（2.2%）、平安财险（1.9%）和大地财险（0.4%）。1Q23末综合投资收益率由高至低为太保财险（1.4%）、人保财险（1.3%）、国寿财险（1.0%）、大地财险（1.0%）、平安财险（1.0%）和太平财险（0.9%）。

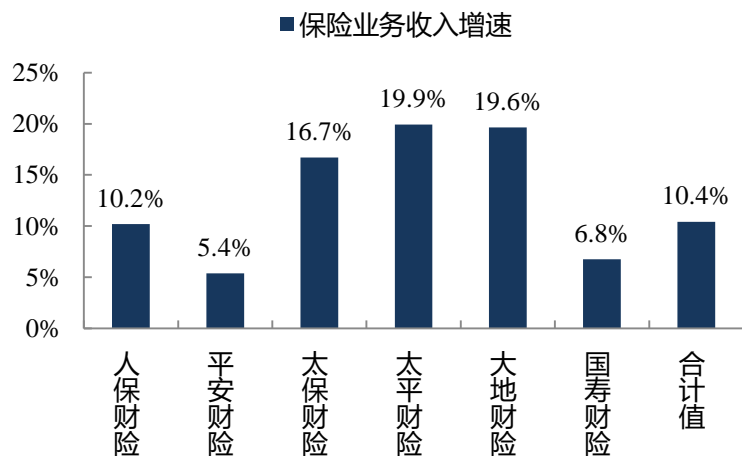
表：1Q23样本财险公司主要季度经营指标汇总

指标名称-本季末数 (单位：亿元)	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险	合计值
保险业务收入	1,680	770	578	87	151	291	3,556
净利润	98	23	15	2	1	10	148
总资产	7,948	5,164	2,586	475	920	1,454	18,547
净资产	2,208	1,215	525	70	244	344	4,605
保险合同负债	4,372	2,924	1,517	253	486	847	10,399
基本每股收益 (元)	0.441	0.11	0.1	0	0.006	0.03	0.32
净资产收益率 (%)							
总资产收益率 (%)	1.27%	0.45%	0.60%	0.32%	0.10%	0.67%	0.8%
投资收益率 (%)	1.09%	0.55%	0.90%	0.70%	0.51%	0.84%	0.9%
综合投资收益率 (%)	1.27%	0.97%	1.40%	0.90%	1.01%	1.04%	1.2%

数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

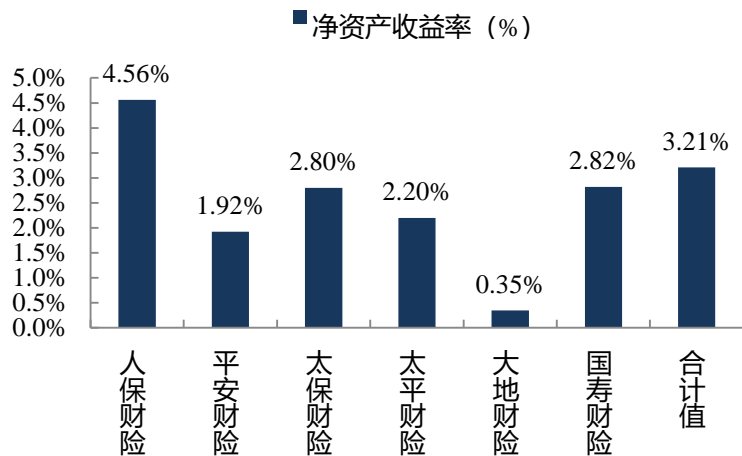
3.1.主要经营指标分析

图：1Q23样本财险公司保费收入增速对比



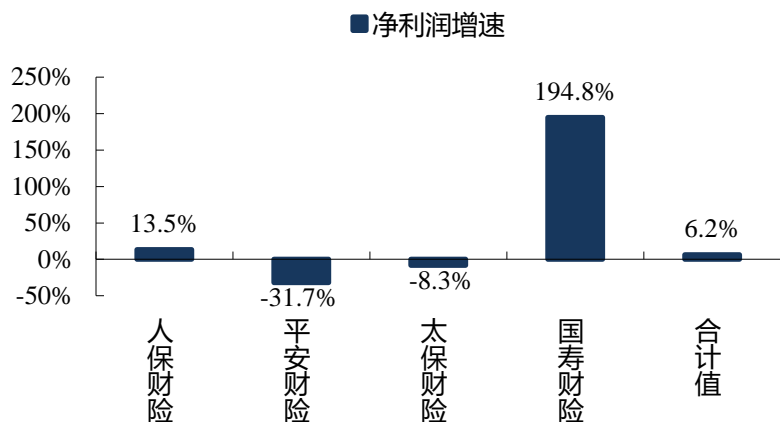
数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：1Q23样本财险公司ROE水平



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

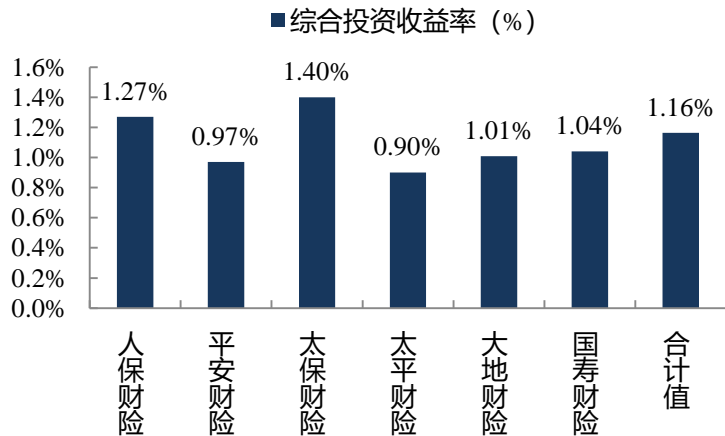
图：1Q23样本财险公司净利润增速对比



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所；

注：太平与大地1Q22亏损，1Q23扭亏为盈，同比无意义

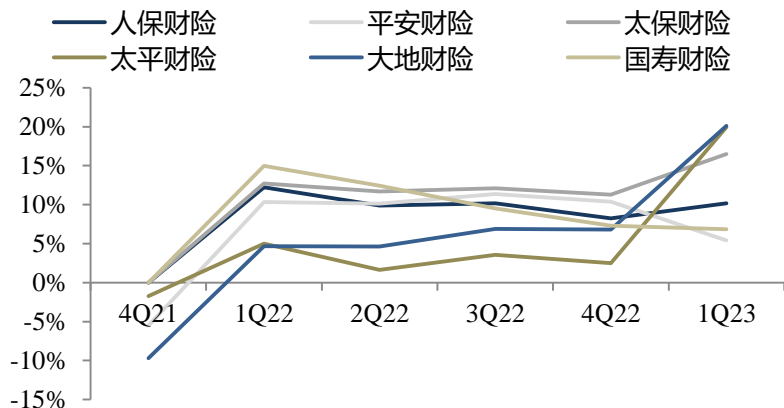
图：1Q23样本财险公司综合投资收益率水平



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

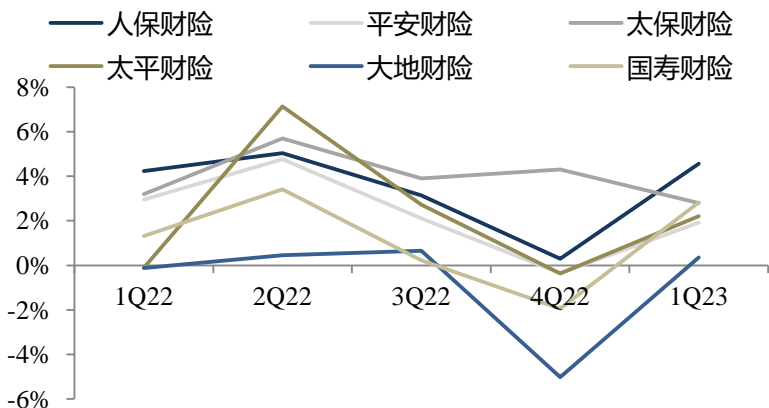
3.1.主要经营指标分析：保费增速回暖，ROE改善

图：样本财险公司累计规模保费同比增速一览



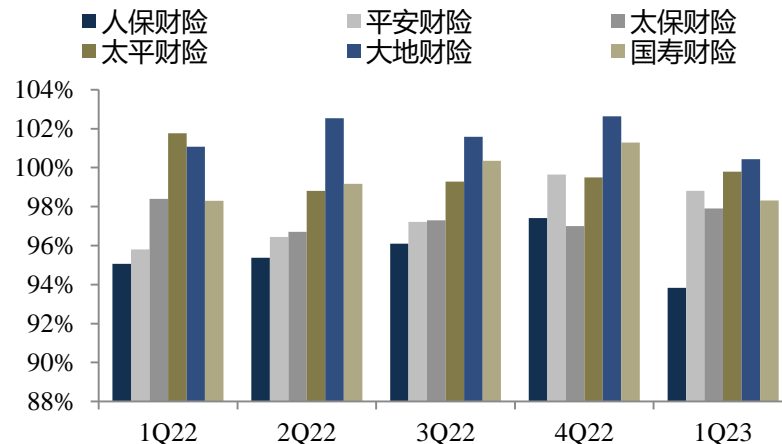
数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：样本财险公司单季度ROE净资产收益率变化一览



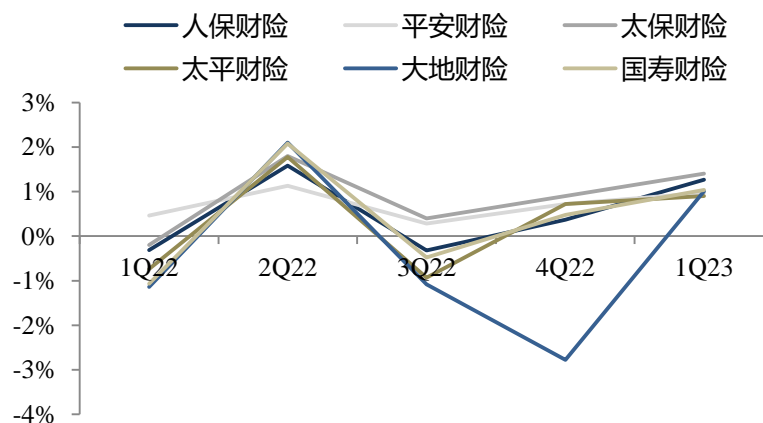
数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：样本财险公司累计综合成本率变化一览



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所；

图：样本财险公司单季度综合投资收益率一览



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

3.2.效益类指标分析：规模经济效益明显

➤ 人保财险费用率显著低于样本同业主要系公司手续费率和业务管理费率优势明显

- 手续费及佣金占比由低至高为人保财险（6.6%）、太保财险（7.8%）、大地财险（8.2%）、国寿财险（9.9%）、太平财险（10.8%）和平安财险（12.5%）。
- 管理费占比由低至高为人保财险（10.8%）、太保财险（14.0%）、国寿财险（14.6%）、平安财险（15.9%）、太平财险（16.9%）和大地财险（17.1%）。
- 人保财险得益于政府类业务（如：政策性农险、大病保险、惠民保等业务）占比高，综合费用率具备明显优势，手续费及佣金占比显著低于同业。
- 车险综改进入第二阶段，精细化效率提升仍是行业课题。

表：1Q23样本财险公司主要季度效益类指标汇总

指标名称-当季度	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险	合计值
综合成本率 (%)	93.8%	98.8%	97.9%	99.8%	100.4%	98.3%	96.4%
综合费用率 (%)	24.4%	28.6%	27.9%	34.3%	32.8%	30.0%	26.9%
综合赔付率 (%)	69.5%	70.2%	69.9%	65.6%	67.6%	68.3%	69.4%
手续费及佣金占比 (%)	6.6%	12.5%	7.8%	10.8%	8.2%	9.9%	8.5%
业务管理费占比 (%)	10.8%	15.9%	14.0%	16.9%	17.1%	14.6%	13.1%

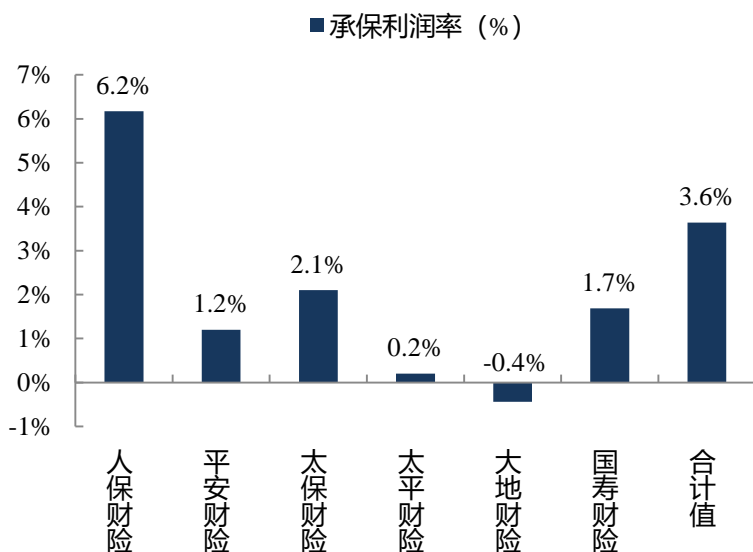
数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

3.2.效益类指标分析：承保利润马太效应明显

➤ 1Q23样本财险公司承保利润主要由人保、太保财险公司贡献

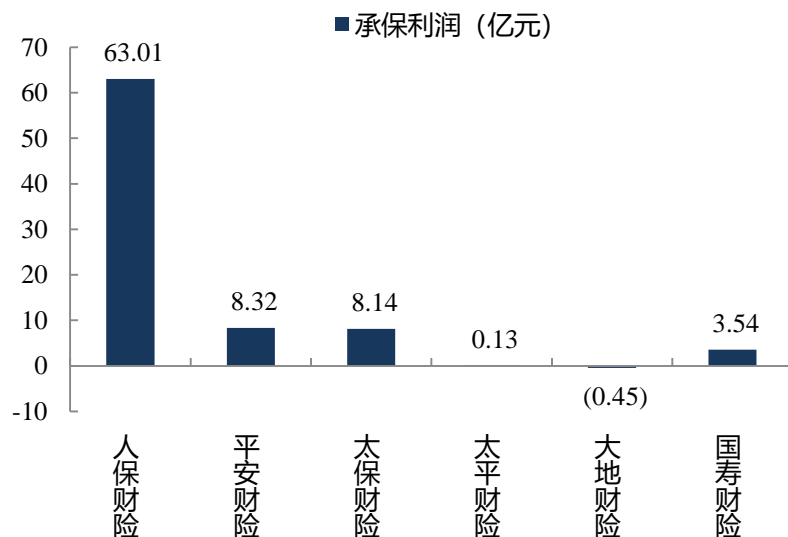
- 承保利润率由高至低为人保财险（6.2%）、太保财险（2.1%）、国寿财险（1.7%）、平安财险（1.2%）、太平财险（0.2%）和大地财险（-0.4%）。
- 人保财险承保利润优势进一步凸显，在样本财险公司承保利润占比由1Q22的56.37%提升至1Q23的69.81%。

图：1Q23样本财险公司承保利润率高低



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：1Q23样本财险公司承保利润对比



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

3.3.规模类指标分析：车均保费呈小幅下降态势

➤ 车均保费差异主要来自计算口径和承保业务结构，车均保费下降拖累车险业务增速放缓，2Q23同比和环比车险承保利润整体承压

- 我们预计2Q23同比和环比车险承保利润整体承压，一方面车辆出险率逐步回升（4月网约车订单总量单月同比增长40%），另一方面费用率受中小主体竞争加剧略有抬头。
- 1Q23车险车均保费由高至低为太保财险（2735元）、国寿财险（2699.9元）、人保财险（2504元）、大地财险（1749元）和太平财险（1400元）。
- 平安财险自4Q22以来，车险车均保费披露单位由元改为万元，4Q22以来均列式0.3万元，太平财险和大地财险显著低于其他样本同业，预计主要系公司计算口径为单均保费（也即将交强险和商业车险按照两张保单计算）。
- 车均保费下降主要系受宏观经济承压，新车和续保车业务保全保足率有所下降，车均保费承压。

表：1Q23样本财险公司主要季度规模类指标汇总

指标名称-当季度	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险	合计值
车险签单保费占比	40.54%	65.28%	47.97%	51.45%	41.26%	58.33%	49.01%
车险车均保费（元）	2,504	3,000	2,735	1,400	1,749	2,700	2,654
代理渠道签单保费占比	48.0%	71.3%	53.1%	59.1%	48.5%	74.6%	56.4%
直销渠道签单保费占比	42.7%	13.2%	35.2%	26.0%	39.1%	16.8%	32.2%
经纪渠道签单保费占比	8.3%	15.5%	11.8%	14.9%	12.4%	8.6%	10.9%
其他渠道签单保费占比	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%

数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

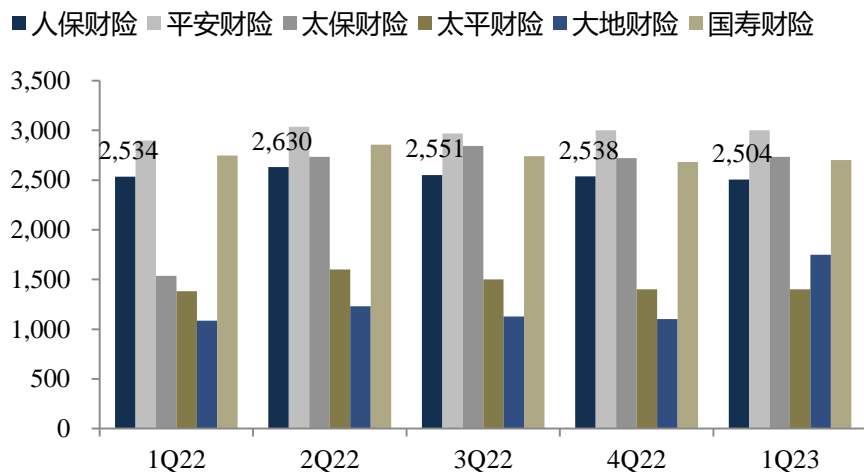
注：平安财险自4Q22以来，车险车均保费披露单位由元改为万元，4Q22以来均列式0.3万元；太平财险车险车均保费披露单位为万元。

3.3.规模类指标分析：车均保费呈小幅下降态势

➤ 车均保费下降拖累车险业务增速放缓，2Q23同比和环比车险承保利润整体承压

- 车均保费的绝对值差异可能来自车辆承保结构，如：承保车型差异（主要体现在家庭车车型差异，高端车占比越高车均保费越高）、商业险单车限额（如三者险限额等）和营运车占比（货车与网约车车均保费明显高于家庭自用车）。
- 商车自主定价系数的浮动范围由[0.65,1.35]扩大到[0.5,1.5]对车均保费仍有轻微影响，但对头部贡献整体影响利大于弊。

图：样本财险公司车均保费变化趋势（单位：元）



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：车均保费受影响因素分析



数据来源：东吴证券研究所整理

3.3.规模类指标分析：业务与渠道结构均衡

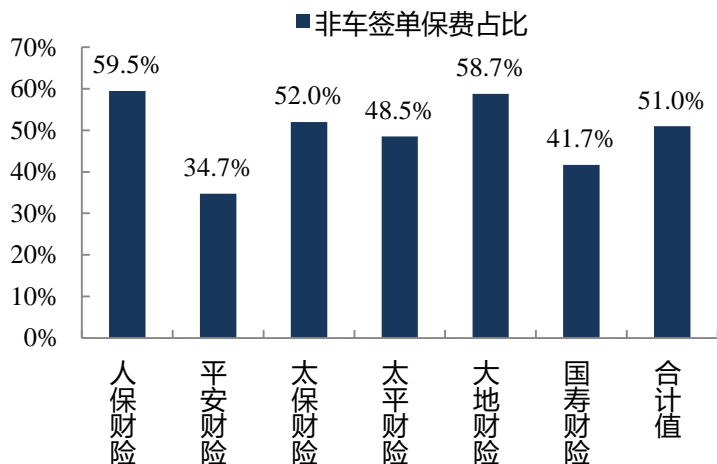
➤ 非车签单占比提升业务结构均衡性，人保和大地结构更为均衡

- 1Q23非车险签单保费占比由高至低为人保财险（59.5%）、大地财险（58.7%）、太保财险（52.0%）、太平财险（48.5%）、国寿财险（41.7%）和平安财险（34.7%）。

➤ 直销渠道体现了公司对自主可控渠道的管控能力，人保财险得益于政府类业务占比高于同业，1Q23直销渠道签单占比逾四成

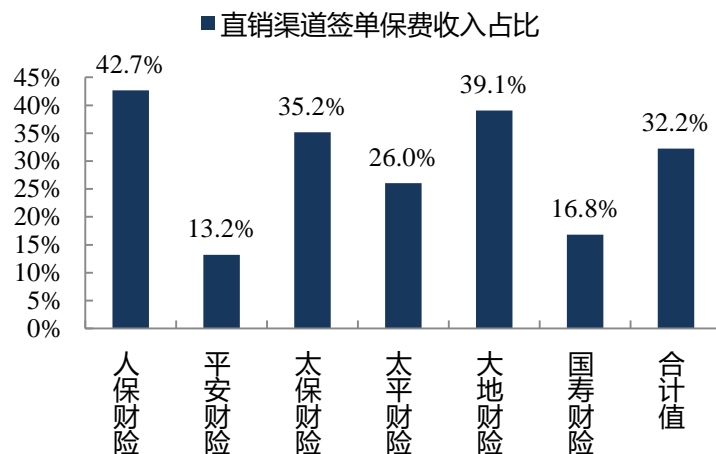
- 1Q23直销渠道签单保费贡献占比由高至低为人保财险（42.7%）、大地财险（39.1%）、太保财险（35.2%）、太平财险（26.0%）、国寿财险（16.8%）和平安财险（13.2%）。

图：1Q23样本财险公司非车签单保费占比



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：1Q23样本财险公司直销渠道签单保费占比



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

3.4.打开未决赔款准备金黑箱，拆解IBNR

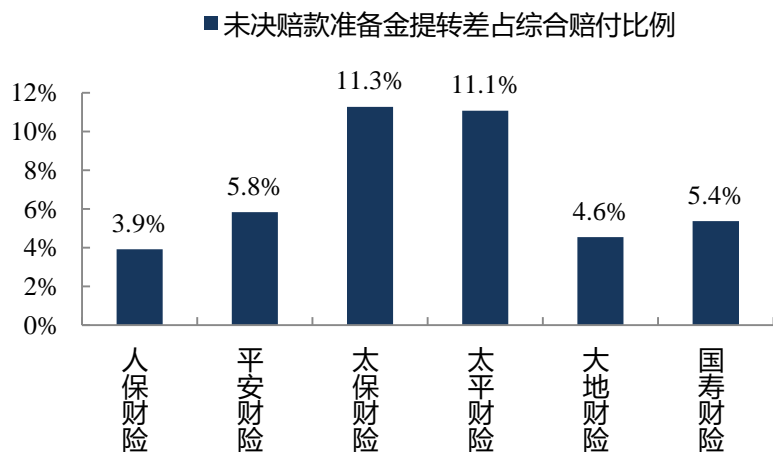
➤ 计算IBNR占未决赔款准备金比重，该指标越高指向准备金提取更为充分且谨慎

- 由高至低为大地财险（43.1%）、平安财险（43.0%）、人保财险（41.3%）、太保财险（40.7%）、太平财险（29.8%）和国寿财险（24.5%）。

➤ 计算未决赔款准备金提转差占综合赔款的比重，该指标越低指向赔款案件处理效率提升，越高则指向精算假设更为谨慎

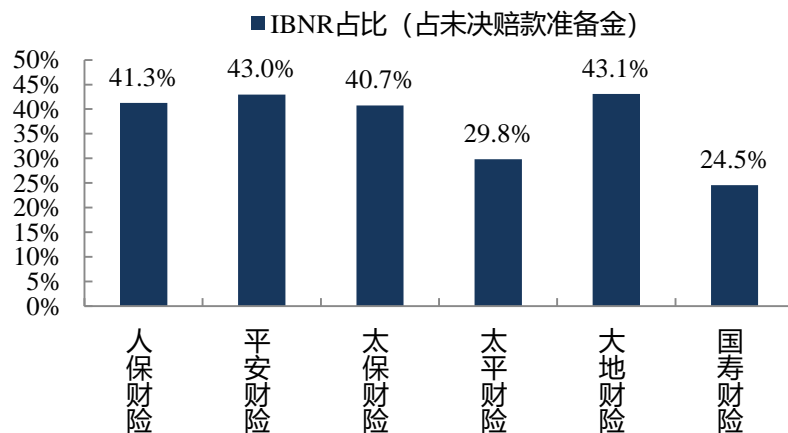
- 由高至低为太保财险（11.3%）、太平财险（11.1%）、平安财险（5.8%）、国寿财险（5.4%）、大地财险（4.6%）和人保财险（3.9%）。

图：未决赔款提转差占综合赔付比率



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：IBNR占未决赔款准备金比重



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

3.5.新旧会计准则对比-保险服务收入VS原保费收入

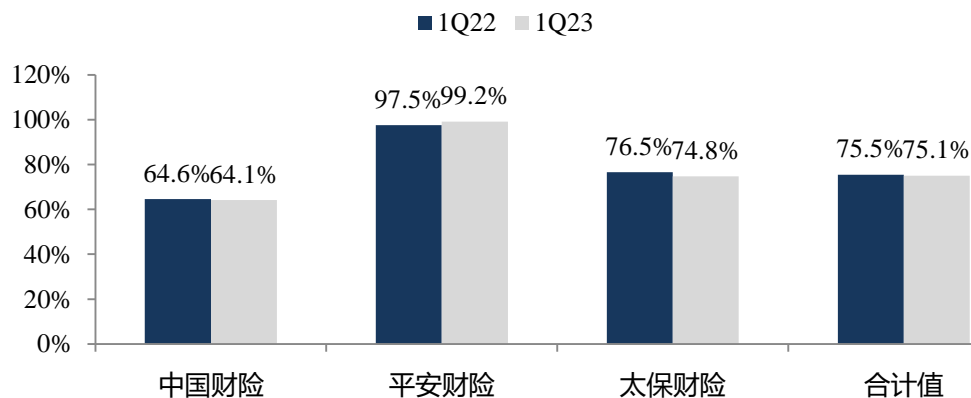
➤ 1Q23新准则下，上市险企合计实现财险业务保险服务收入2268.70亿元，同比增长9.4%，实现承保综合成本率97.2%，同比基本持平；实现新准则下承保利润59.45亿元同比小幅下降1.8%，若剔除平安财险外则明显改善

- 1Q23上市险企合计实现原保费收入（老准则口径）3021.42亿元，同比增长10.0%，新准则下1Q23实现保险服务收入确认比例（保险服务收入/原保费收入）75.1%，
- 平安财险新准则财险保险服务收入确认比例最高为99.2%，主要系公司社保业务相对较小。
- 中国财险1Q23实现保险服务收入同比增长9.2%。
- 太保财险1Q23实现保险服务收入同比增长14.1%，增速领跑上市同业。

新准则财险保险服务收入对比及增速（单位：百万元）

老准则-财险业务收入	1Q22	1Q23	同比
中国财险	152,470	167,641	10.0%
平安财险	73,018	76,958	5.4%
太保财险	49,282	57,543	16.8%
合计值	274,770	302,142	10.0%
新准则-财险保险服务收入	1Q22	1Q23	同比
中国财险	98,472	107,520	9.2%
平安财险	71,225	76,312	7.1%
太保财险	37,720	43,038	14.1%
合计值	207,417	226,870	9.4%

新准则财险保险服务收入确认比例



3.5.新旧会计准则对比-综合成本率对比

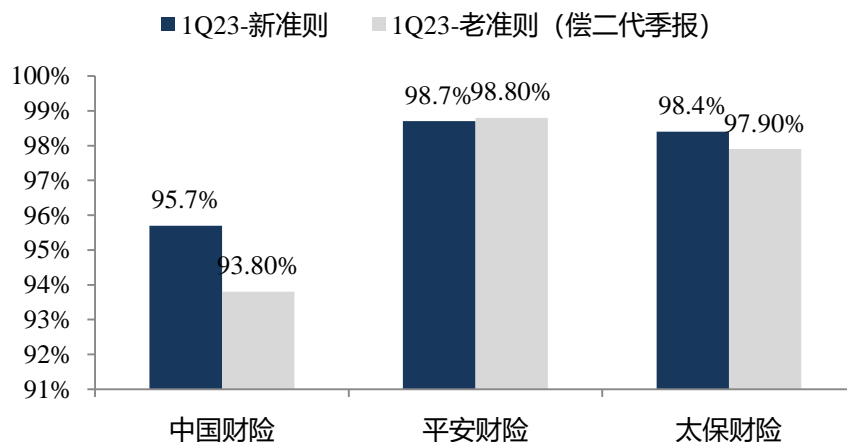
➤ 1Q23实现新准则下承保利润59.45亿元同比小幅下降1.8%，若剔除平安财险外则明显改善

- 中国财险1Q23实现承保综合成本率95.7%，同比下降0.9个百分点
- 平安财险1Q23整体承保综合成本率保持在98.7%的健康水平。平安产险整体承保综合成本率同比上升2.0个百分点，主要是保证保险业务受市场环境变化影响，赔款支出上升，造成整体承保综合成本率波动。
- 太保财险1Q23实现保险服务收入同比增长14.1%，增速领跑上市同业，承保综合成本率为98.4%，同比下降1.2个百分点。
- 新准则下递延费用口径增加（包括了手续费、市场费用等），成本与收入匹配度增加，类似过去已赚保费在全年维度内摊销确认，费用从过去实际支出确认（收付实现制）改为全年根据收入确认摊销（权责发生制），一季度一般为低手续费率的政策性业务（如农险、社保业务）高点，1Q22老准则下实际费用率低，1Q22新准则下摊销了其他季度的高实际费用率的业务，因此出现综合成本率走高。

新准则承保利润同比

承保综合成本率	1Q22	1Q23	同比
中国财险	96.6%	95.7%	-0.9%
平安财险	96.7%	98.7%	2.1%
太保财险	99.6%	98.4%	-1.2%
合计值	97.2%	97.2%	0.0%
承保综合利润（百万元）	1Q22	1Q23	同比
中国财险	3,348	4,623	38.1%
平安财险	2,350	992	-57.8%
太保财险	151	689	356.4%
合计值	6,055	5,945	-1.8%

新旧会计准则下综合成本率对比



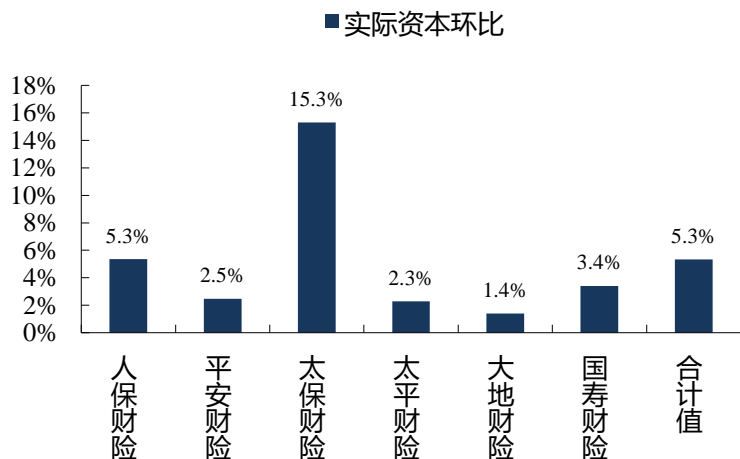
4.实际资本分析

4.1. 实际资本分析

➤ 1Q23合计6家样本财险期末实际资本为4,906亿元，较上季度末环比增加5.3%，其中核心资本较上季末环比增加4.7%至4,115亿元

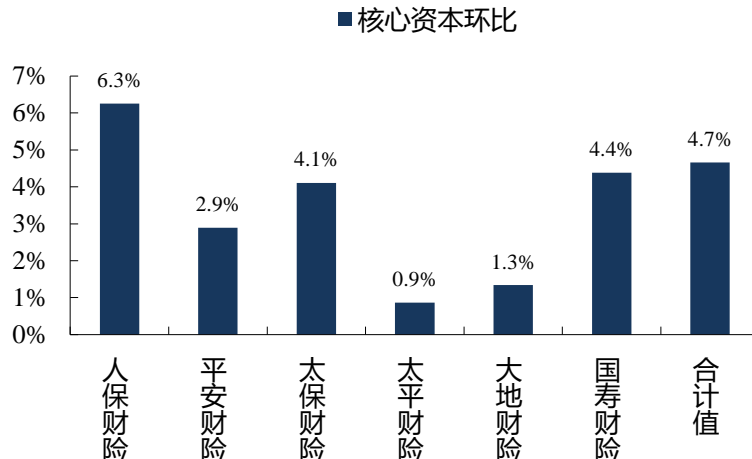
- 实际资本1Q23较4Q22末环比增速由高至低为太保财险（15.3%）、人保财险（5.3%）、国寿财险（3.4%）、平安财险（2.5%）、太平财险（2.3%）和大地财险（1.4%）。其中，太保财险增速显著高于其他样本同业，主要受公司发行资本补充债券的影响（1Q23为提升公司偿付能力水平，降低资金成本，公司于2023年3月在全国银行间债券市场公开发行5+5年期可赎回资本补充债券，金额70亿元）。
- 核心资本1Q23较4Q22末环比增速由高至低为人保财险（6.3%）、国寿财险（4.4%）、太保财险（4.1%）、平安财险（2.9%）、大地财险（1.3%）和太平财险（0.9%）。其中，人保财险增速显著高于样本同业，主要由于其净资产较上季末增加109.11亿元、农险巨灾准备金增加5.16亿元。

图：1Q23末样本财险公司实际资本环比变化



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：1Q23末样本财险公司核心资本环比变化

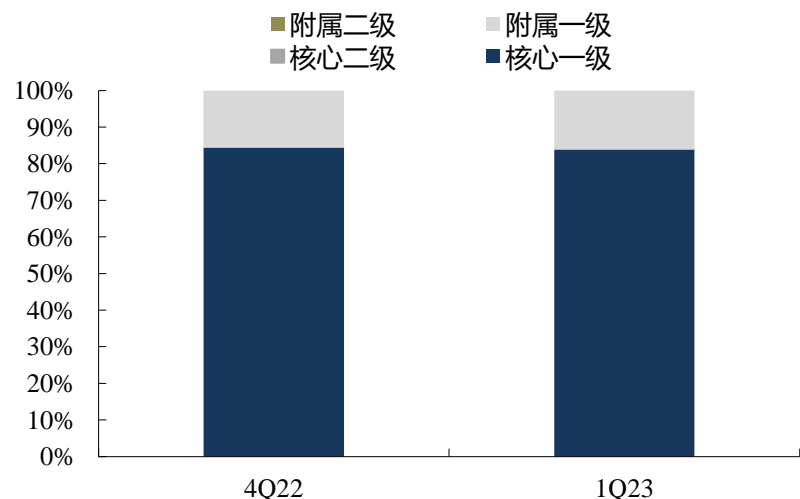


数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

4.2. 夯实实际资本是二期工程的核心目标

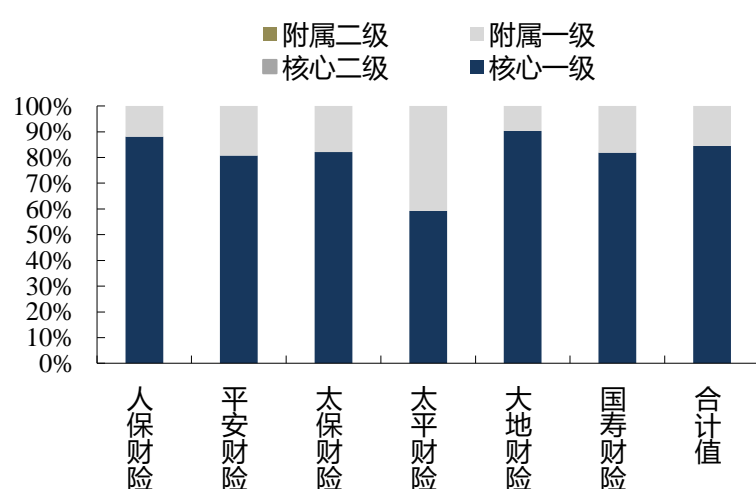
- 偿二代二期工程下，实际资本修订补充了资本分级的特性及标准，根据资本吸收损失的性质和能力区分了核心资本和附属资本（根据资本吸收损失的性质和能力，保险公司资本分为核心资本和附属资本）
- 二期工程夯实实际资本基础：1.对各级资本增加外生性要求。2.完善长期股权投资的认可标准，对长期股权投资及时进行减值测试，足额计提资产减值。3.完善投资性房地产的认可标准。
 - 二期工程下1Q23样本财险公司核心一级资本和附属一级资本在资本中占比分别83.88%和16.12%（4Q22末为84.42%和15.58%）。

图：1Q23末样本财险公司资本分级情况



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：1Q23末样本财险公司资本分级情况



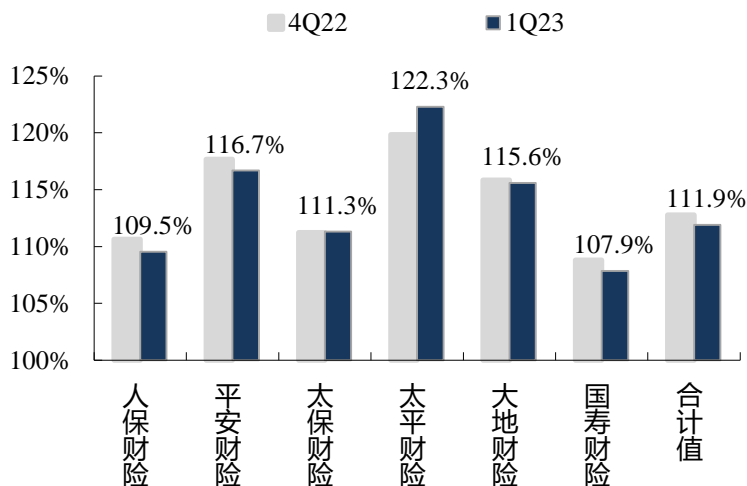
数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

4.3.净资产重要性提升

➤ 为了体现二期工程对净资产重要性提升，我们对比了一期工程和二期工程下样本财险公司净资产/核心资本和净资产/实际资本比值

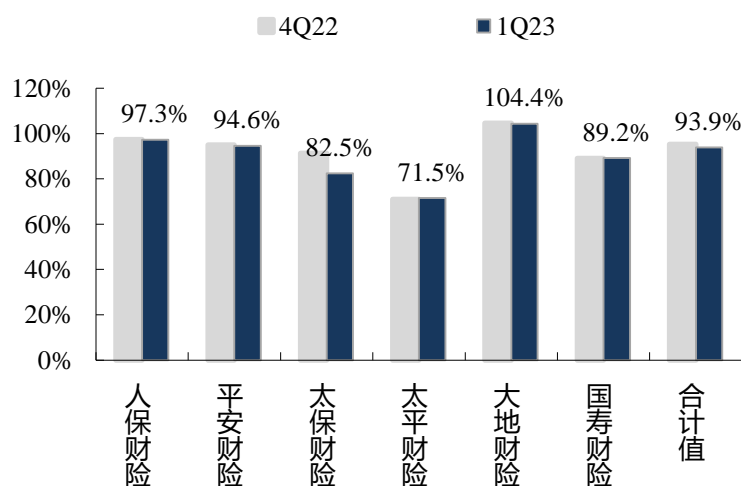
- 净资产/实际资本由高至低为大地财险（104.37%）、人保财险（97.31%）、平安财险（94.61%）、国寿财险（89.19%）、太保财险（82.49%）和太平财险（71.49%）。
- 净资产/核心资本由高至低为太平财险（122.30%）、平安财险（116.69%）、大地财险（115.60%）、太保财险（111.31%）、人保财险（109.54%）和国寿财险（107.86%）。

图：样本财险公司净资产/核心资本对比



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：样本财险公司净资产/实际资本对比



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

5.最低资本分析

5.最低资本分析

- 相当业务规模和实际资本规模下，最低资本越低表明资本消耗和占用越小
- 1Q23末，二期工程实施之后，样本公司合计量化风险最低资本环比上升7.3%至2243亿元
 - 最低资本1Q23较4Q22末环比增速由高至低为国寿财险（10.9%）、太保财险（9.4%）、大地财险（9.2%）、人保财险（6.7%）、平安财险（6.5%）和太平财险（4.2%）。其中，太平财险增速较低主要受业务结构的影响：非车险中资本占用较高的险种，如财产险、农业险等业务占比较低。

表：1Q23样本财险公司最低资本表

最低资本1Q23环比4Q22	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险	合计值
量化风险最低资本	6.7%	6.4%	9.3%	4.1%	9.2%	10.8%	7.3%
其中：非寿险业务保险风险最低资本	4.4%	7.9%	9.8%	5.1%	9.4%	6.9%	6.6%
其中：市场风险最低资本	9.1%	4.3%	5.8%	-1.2%	12.2%	9.9%	7.5%
其中：信用风险最低资本	8.1%	3.5%	9.6%	8.7%	3.6%	29.3%	8.6%
其中：量化风险分散效应	7.2%	5.2%	8.4%	3.9%	8.6%	14.7%	7.3%
控制风险最低资本	150.8%	3.1%	4.7%	44.5%	87.4%	0.9%	-1.0%
最低资本合计	6.7%	6.5%	9.4%	4.2%	9.2%	10.9%	7.4%
最低资本构成占比	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险	合计值
量化风险最低资本	99.9%	102.2%	101.7%	99.8%	99.8%	100.7%	100.8%
其中：非寿险业务保险风险最低资本	65.0%	76.0%	76.3%	68.0%	69.8%	72.1%	70.3%
其中：市场风险最低资本	54.6%	46.9%	26.6%	42.9%	46.3%	43.2%	47.2%
其中：信用风险最低资本	27.1%	24.4%	42.6%	36.3%	30.3%	32.0%	29.2%
其中：量化风险分散效应	46.8%	45.0%	43.8%	47.5%	46.5%	46.5%	45.9%
控制风险最低资本	0.1%	-2.2%	-1.7%	0.2%	0.2%	-0.7%	-0.8%
最低资本合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

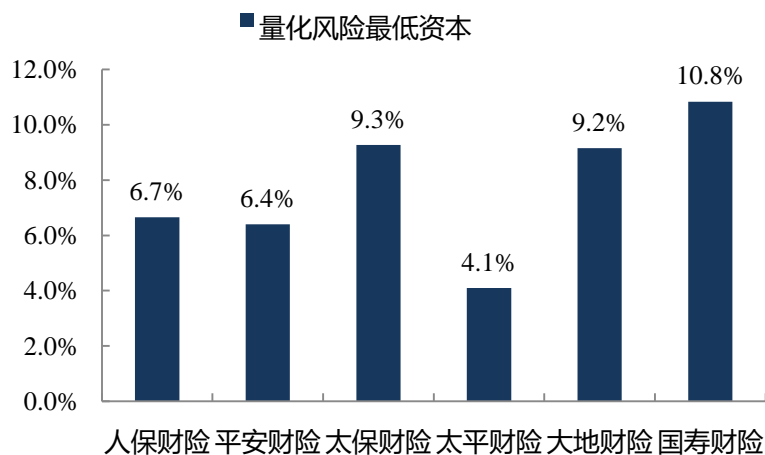
数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

5.1.最低资本的风险构成分析

➤ 财险公司最低资本主要由非寿险业务保险风险、市场风险和信用风险三部分构成

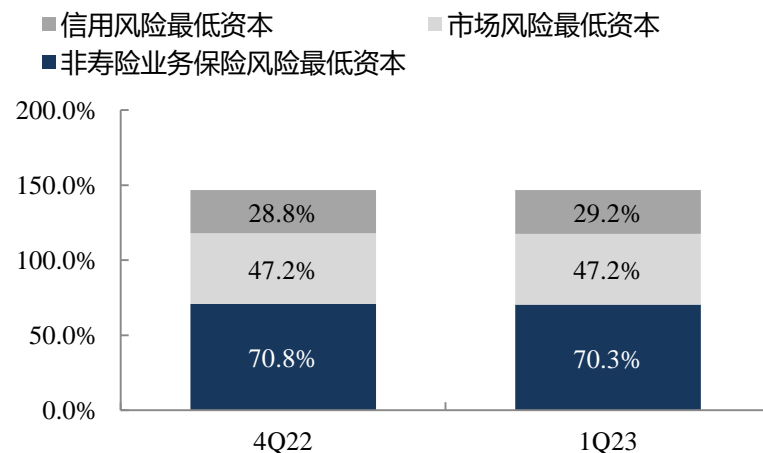
- 样本财险公司1Q23末非寿险业务保险风险、市场风险和信用风险最低资本占比分别为70.3%、47.2%和29.2%（4Q22末为70.8%、47.2%和28.8%）。
- 太保财险期末非寿险业务保险风险最低资本占比最高，人保财险期末非寿险业务保险风险最低资本占比最低

图：1Q23末样本财险公司最低资本环比变化



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：样本财险公司最低资本风险构成



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

5.2. 保险风险最低资本环比上升

➤ 1Q23样本财险公司保费及准备金风险最低资本仍是保险风险最低资本核心消耗来源，也是二期工程下增长较大的最低资本

- 保费及准备金风险最低资本环比增速（1Q23环比4Q22）由高至低为太平财险（10.1%）、大地财险（9.6%）、太保财险（8.5%）、平安财险（7.2%）、国寿财险（6.6%）和人保财险（4.5%）。
- 1Q23人保保费及准备金风险最低资本增加主要是由于车险综合成本率变动所致（而增速低于同业预计与公司车险综合成本率低于同业有关）；巨灾风险最低资本增加主要是由于企财险和工程险的自留额提高导致。
- 1Q23期末保费及准备金风险最低资本占比由高至低为大地财险（97.5%）、太平财险（94.3%）、人保财险（91.7%）、大地财险（91.7%）、平安财险（90.5%）、太保财险（83.2%）。

表：1Q23样本财险公司非寿险业务保险风险最低资本构成

非寿险业务保险风险最低资本1Q23环比4Q22	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险	合计值
其中：非寿险业务保险风险最低资本	4.4%	7.9%	9.8%	5.1%	9.4%	6.9%	6.6%
其中：保费及准备金风险最低资本	4.5%	7.2%	8.5%	10.1%	9.6%	6.6%	6.4%
其中：巨灾风险最低资本	3.6%	13.2%	14.5%	-31.7%	3.9%	9.8%	8.2%
其中减少：风险分散效应	3.7%	12.2%	12.9%	-26.7%	4.2%	9.3%	7.6%
非寿险业务保险风险最低资本构成占比	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险	合计值
其中：非寿险业务保险风险最低资本	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其中：保费及准备金风险最低资本	91.7%	90.5%	83.2%	94.3%	97.5%	91.7%	90.4%
其中：巨灾风险最低资本	23.1%	25.6%	38.4%	17.2%	8.5%	23.2%	25.3%
其中减少：风险分散效应	14.8%	16.1%	21.6%	11.5%	6.0%	14.8%	15.7%

数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

5.2.1.非寿险保费风险最低资本环比上升

- 车险保费风险最低资本贡献占比最高，但非车险业务环比增速更快主要系信用保证保险和短期健康险拉动

表：1Q23样本财险公司保险风险最低资本构成

保费风险最低资本构成	人保财险	平安财险	太保财险	大地财险	国寿财险	合计值
车险	47.2%	64.4%	44.5%	45.1%	48.2%	51.3%
财产险	9.4%	10.6%	16.0%	7.9%	10.6%	10.8%
船货特险	1.9%	1.9%	2.3%	6.5%	1.9%	2.1%
责任险	8.3%	10.9%	11.9%	14.0%	11.3%	10.0%
农业险	17.3%	3.9%	14.1%	6.0%	14.9%	12.6%
信用保证险	0.7%	0.4%	1.1%	1.3%	6.3%	1.2%
短意险	2.1%	3.5%	1.7%	7.8%	4.3%	2.8%
短健险	13.1%	3.2%	8.5%	11.3%	2.6%	8.9%
其他险	0.0%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%
保费风险最低资本 (1Q23环比4Q22)	人保财险	平安财险	太保财险	大地财险	国寿财险	合计值
车险	6.0%	1.6%	6.7%	12.4%	1.9%	4.4%
财产险	8.8%	15.8%	19.8%	3.7%	-2.2%	11.6%
船货特险	1.1%	-0.2%	2.5%	19.4%	-1.4%	2.6%
责任险	1.1%	4.8%	18.3%	4.7%	60.8%	9.1%
农业险	8.4%	19.2%	11.4%	1.6%	15.3%	10.3%
信用保证险	-6.1%	14.1%	8.8%	5.6%	53.8%	20.0%
短意险	-7.0%	-14.7%	-18.3%	4.6%	4.1%	-8.5%
短健险	8.8%	22.7%	17.6%	21.5%	13.4%	11.9%
其他险	—	39.0%	60.7%	—	67.4%	39.4%

数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

5.2.2.非寿险准备金风险最低资本环比上升

- 车险准备金风险最低资本贡献占比最高，但非车险业务环比增速更快主要系信用保证保险拉动

表：1Q23样本财险公司准备金风险最低资本构成

准备金风险最低资本构成	人保财险	平安财险	太保财险	大地财险	国寿财险	合计值
车险	30.9%	43.8%	30.2%	30.0%	35.5%	34.5%
财产险	13.4%	13.0%	18.3%	13.2%	16.6%	14.3%
船货特险	8.1%	7.0%	8.3%	10.4%	4.3%	7.6%
责任险	19.2%	21.2%	18.1%	19.8%	21.5%	19.8%
农业险	4.8%	1.8%	4.4%	1.8%	3.6%	3.7%
信用保证保险	1.1%	0.8%	2.6%	1.2%	9.9%	2.0%
短意险	3.4%	8.6%	4.3%	10.3%	4.8%	5.3%
短健险	19.1%	3.6%	13.7%	13.2%	3.7%	12.7%
其他险	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%
准备金风险最低资本 (1Q23环比4Q22)	人保财险	平安财险	太保财险	大地财险	国寿财险	合计值
车险	3.8%	2.0%	1.1%	2.8%	1.7%	2.7%
财产险	-0.9%	8.3%	15.7%	3.5%	4.4%	4.6%
船货特险	-5.1%	3.0%	6.2%	7.2%	0.0%	-0.7%
责任险	4.3%	3.4%	14.4%	9.0%	15.6%	6.5%
农业险	-6.2%	-0.8%	-2.8%	-14.1%	-9.9%	-5.6%
信用保证保险	1.6%	5.1%	-3.0%	1.5%	—	19.5%
短意险	5.1%	0.5%	4.1%	3.9%	7.0%	3.1%
短健险	-2.7%	24.2%	12.7%	4.7%	15.5%	1.7%
其他险	—	49.7%	25.8%	—	105.7%	40.7%

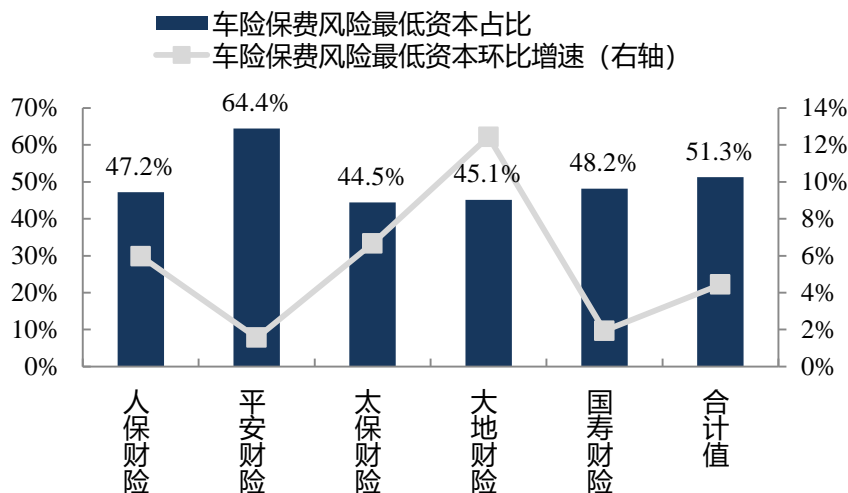
数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

5.2.3.车险：人保保费及准备金风险最低资本增长快于同业

➤ 人保财险保费和准备金风险最低资本增长较为明显，主要受车险综合成本率变动所致

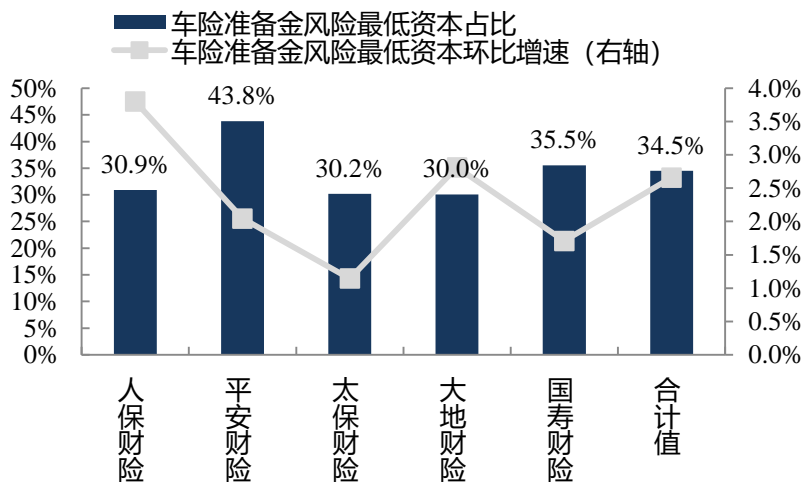
- 车险保费风险最低资本环比增速（1Q23环比4Q22）由高至低分别为：大地财险（12.4%）、太保财险（6.7%）、人保财险（6.0%）、国寿财险（1.9%）和平安财险（1.6%）。
- 大地财险车险保费风险最低资本环比增速显著高于同业主要是由于业务规模、未决赔款准备金规模、部分险种风险因子上升等因素导致。
- 车险准备金风险最低资本环比增速（1Q23环比4Q22）由高至低分别为：人保财险（3.8%）、大地财险（2.8%）、平安财险（2.0%）、国寿财险（1.7%）和太保财险（1.1%）。

图：1Q23样本财险公司车险保险风险最低资本占比及环比4Q22变化



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：1Q23样本财险公司车险准备金风险最低资本占比及环比4Q22变化



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

5.3.市场风险最低资本环比上升

➤ 1Q23样本财险公司市场风险最低资本环比4Q22小幅增长7.4%

- 平安财险披露市场风险最低资本上升主要由于23年过渡期因子变动及政府债风险暴露上升影响；人保财险披露市场风险最低资本上升主要是由于1Q23股市有所回暖，公司权益资产风险暴露有所增加，同时公司积极把握永续债配置机会。太保披露市场风险最低资本主要系债券类资产风险暴露上升。

表：1Q23样本财险公司市场风险最低资本表

市场风险最低资本1Q23环比4Q22	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险	合计值
最低资本	6.7%	6.5%	9.4%	4.2%	9.2%	10.9%	7.4%
其中：市场风险最低资本	9.1%	4.3%	5.8%	-1.2%	12.2%	9.9%	7.5%
其中：利率风险最低资本	-3.7%	12.7%	8.7%	13.1%	0.1%	-1.6%	3.8%
其中：权益价格风险最低资本	10.9%	4.3%	2.9%	-1.8%	10.1%	11.1%	8.5%
其中：房地产价格风险最低资本	-1.8%	-0.5%	8.1%	0.1%	-0.9%	0.0%	0.0%
其中：境外固定收益类资产价格风险最低资本	1.4%	0.0%	2.6%	0.0%	-1.5%	0.0%	20.9%
其中：境外权益类资产价格风险最低资本	-8.2%	-2.8%	3.4%	4.9%	34.6%	3.2%	-1.3%
其中：汇率风险最低资本	-16.0%	-1.9%	11.9%	13.1%	138.8%	-13.5%	1.8%
其中减少：市场风险-风险分散效应	-2.5%	6.5%	6.1%	7.3%	12.2%	0.0%	2.6%
市场风险最低资本构成占比	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险	合计值
其中：市场风险最低资本	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其中：利率风险最低资本	31.3%	52.7%	77.4%	18.8%	33.6%	28.4%	40.2%
其中：权益价格风险最低资本	95.9%	74.8%	64.1%	90.5%	84.7%	93.9%	87.0%
其中：房地产价格风险最低资本	2.0%	4.5%	4.8%	14.6%	4.9%	3.1%	3.4%
其中：境外固定收益类资产价格风险最低资本	0.1%	0.1%	0.6%	0.0%	1.4%	0.0%	0.2%
其中：境外权益类资产价格风险最低资本	6.3%	29.5%	19.5%	12.0%	23.3%	10.5%	14.7%
其中：汇率风险最低资本	0.9%	4.2%	5.9%	1.3%	4.9%	1.4%	2.4%
其中减少：市场风险-风险分散效应	36.5%	65.8%	72.3%	37.2%	52.7%	37.2%	47.9%

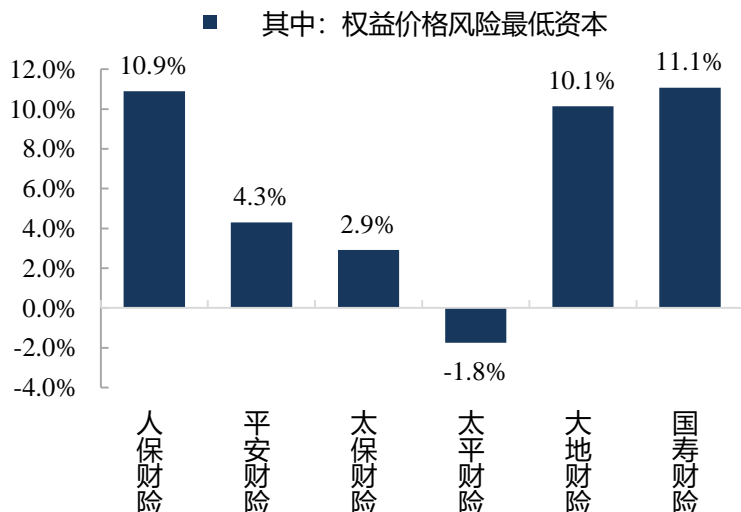
数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

5.3.1. 权益价格风险最低资本环比上升

➤ 权益价格风险最低资本变化与持仓规模、持仓类型、标的报告期内涨跌幅情况决定

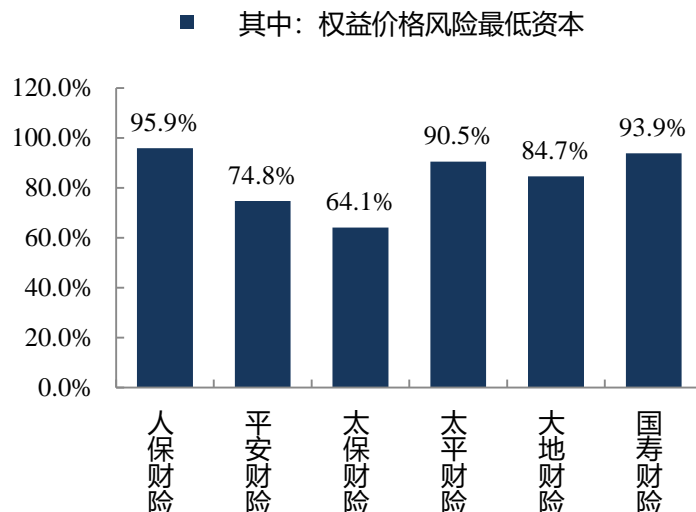
- 权益价格风险最低资本环比增速（1Q23环比4Q22）由高至低为国寿财险（11.1%）、人保财险（10.9%）、大地财险（10.1%）、平安财险（4.3%）、太保财险（2.9%）和太平财险（-1.8%）。其中，国寿、人保增速较快主要是由于1Q23股市有所回暖，权益类投资资产浮盈增加导致。
- 1Q23期末权益价格风险最低资本在市场风险最低资本中的占比由高至低为人保财险（95.9%）、国寿财险（93.9%）、太平财险（90.5%）、大地财险（84.7%）、平安财险（74.8%）和太保财险（64.1%）。

图：1Q23样本财险公司权益价格风险最低资本环比



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：1Q23样本财险公司权益价格最低资本占比



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

5.4.信用风险最低资本环比上升

➤ 交易对手违约风险最低资本环比增长使得信用风险最低资本抬升，1Q23样本财险公司交易对手违约风险最低占比逾九成

- 人保财险披露1Q23信用风险最低资本增长主要由于公司应收保费、再保应收款账面价值增加，以及新增配置银行存款、信托计划及资产支持计划导致交易对手违约风险最低资本增加所致。
- 太平披露公司分出业务再保险资产交易对手违约风险中境外再保险交易对手占用资本较高，因国际形势和海外经济情况复杂多变，资信风险管理也面临较大挑战。公司提出将进一步优化交易对手结构，提升境内交易对手所占份额，增加高信用评级交易对手的使用，在由公司主导的合约、临分安排中将资信水平较差的交易对手逐渐移除。

表：1Q23样本财险公司信用风险最低资本表

信用风险最低资本1Q23环比4Q22	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险	合计值
其中：信用风险最低资本	8.1%	3.5%	9.6%	8.7%	3.6%	29.3%	8.6%
其中：利差风险最低资本	-0.4%	-2.3%	12.4%	55.4%	1.7%	5.4%	2.0%
其中：交易对手违约风险最低资本	9.6%	3.5%	9.5%	8.3%	3.9%	31.9%	9.3%
其中减少：信用风险-风险分散效应	1.5%	-2.2%	12.2%	53.9%	2.1%	8.7%	3.7%
信用风险最低资本构成占比	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险	合计值
其中：信用风险最低资本	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其中：利差风险最低资本	27.2%	2.7%	10.8%	5.1%	28.7%	18.1%	17.1%
其中：交易对手违约风险最低资本	89.7%	99.3%	96.7%	98.6%	88.9%	93.9%	93.8%
其中减少：信用风险-风险分散效应	16.9%	2.0%	7.6%	3.7%	17.6%	12.1%	10.9%

数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

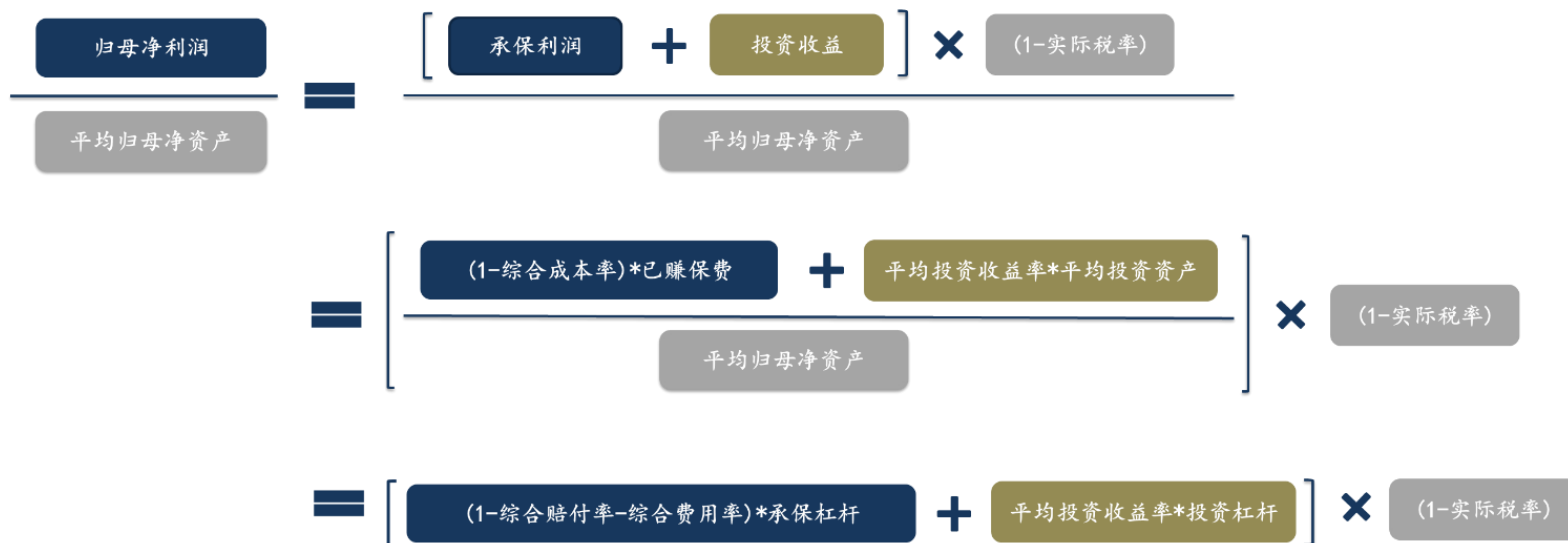
6.资本经营效率分析

6.1.财险公司ROE杠杆分析

➤ 根据我们建立的【东吴证券-中国财险ROE研究框架体系】，我们计算了承保杠杆和投资杠杆以表征杠杆运用效率

- ROE={ (1-综合赔付率-综合费用率) *已赚保费杠杆+平均投资收益率*平均投资杠杆+△} * (1-实际税率)。

图：东吴证券-中国财险ROE研究框架体系



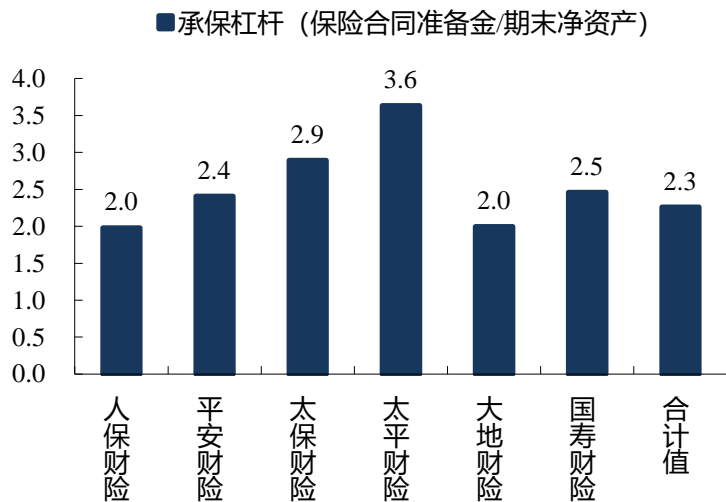
数据来源：东吴证券研究所整理

6.1.财险公司ROE杠杆分析

➤ 由于数据可得性，我们分别估算了承保杠杆和投资杠杆。1Q23样本财险公司两项指标平均值分别为2.3倍和4.0倍

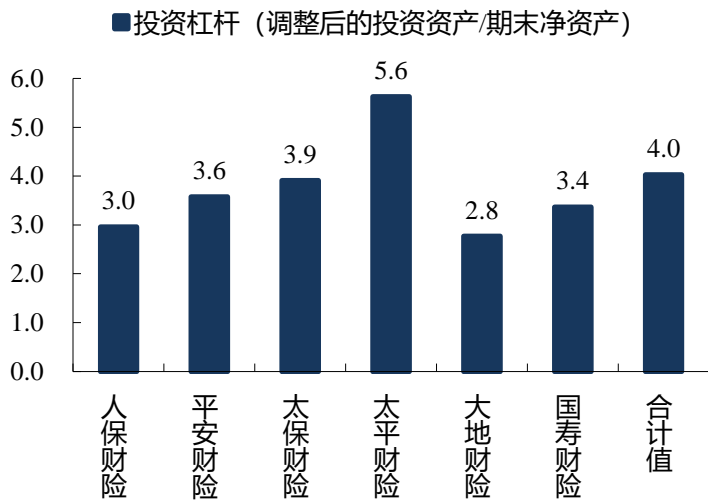
- 承保杠杆（保险合同准备金/期末净资产）由高至低为太平财险（3.6）、太保财险（2.9）、国寿财险（2.5）、平安财险（2.4）、人保财险（2.0）和大地财险（2.0）。
- 投资杠杆（调整后的投资资产/期末净资产）由高至低为太平财险（5.6）、太保财险（3.9）、平安财险（3.6）、国寿财险（3.4）、人保财险（3.0）和大地财险（2.8）。

图：1Q23样本财险公司承保杠杆



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：1Q23样本财险公司投资杠杆

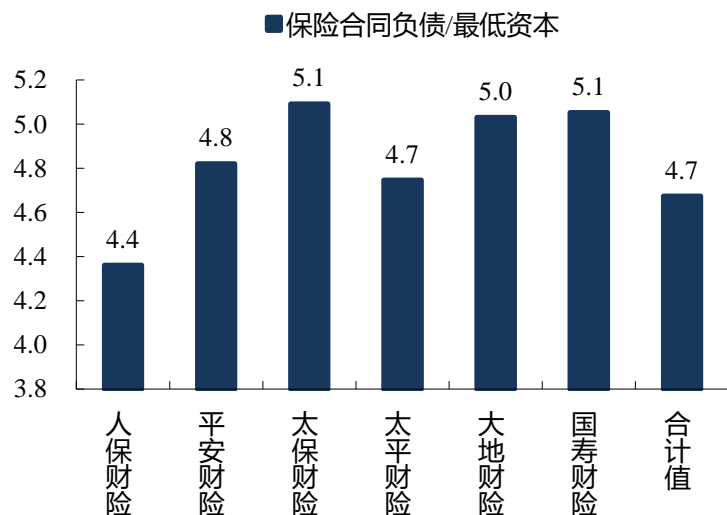


数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

6.2.资本运用效率与潜在分红能力

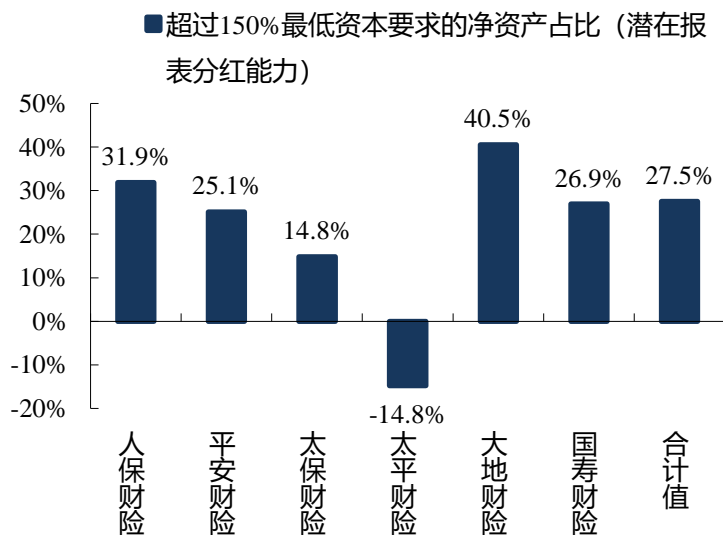
- 为了更好地分析资本经营的效率，我们使用逐季披露的“保险合同负债/最低资本”以表征资本运用效率，该比值越高表明财险公司单位资本消耗越低，资本经营效率更高
 - 保险合同负债/最低资本由高至低为太保财险（5.1）、国寿财险（5.1）、大地财险（5.0）、平安财险（4.8）、太平财险（4.7）和人保财险（4.4）。
- 我们创新地计算了报表潜在分红能力指标，以每单位净资产最大可供分配金额。该指标分子为“期末净资产-150%*期末最低资本要求”，分母为期末净资产
 - 潜在报表分红能力由高至低为大地财险（40.5%）、人保财险（31.9%）、国寿财险（26.9%）、平安财险（25.1%）、太保财险（14.8%）和太平财险（-14.8%）。

图：1Q23样本财险公司资本运用效率



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：1Q23样本财险公司报表潜在分红能力对比



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

7.主要结论与投资建议

7.1.主要结论

➤ 我们建立了【东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系（财险篇）】评价体系，通过标准化打分加总的形式对样本财险公司的季度经营和盈利能力进行综合评分

表：东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系（财险篇，评价时间：1Q23）

指标名称	计算指标	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险
财务指标	保费收入同比增速 (+)	10.2%	5.4%	16.7%	19.9%	19.6%	6.8%
	ROE (+)	4.6%	1.9%	2.8%	2.2%	0.4%	2.8%
	综合投资收益率 (+)	1.3%	1.0%	1.4%	0.9%	1.0%	1.0%
承保效益	承保利润率 (+)	6.2%	1.2%	2.1%	0.2%	-0.4%	1.7%
	综合费用率 (-)	24.4%	28.6%	27.9%	34.3%	32.8%	30.0%
流动性风险指标	百元保费经营活动净现金流 (+)	3.78	(3.67)	0.70	5.04	3.40	8.94
业务结构	直销渠道签单保费贡献占比 (+)	42.7%	13.2%	35.2%	26.0%	39.1%	16.8%
	非车保费收入效率 (-)	26.2%	34.7%	32.7%	25.2%	37.9%	25.4%
最低资本构成	保险风险最低资本占比 (+)	65.1%	74.4%	75.0%	68.2%	69.9%	71.6%
资本经营效率	保险合同负债/最低资本 (+)	4.36	4.82	5.09	4.75	5.03	5.05
	报表潜在分红能力 (+)	31.9%	25.1%	14.8%	-14.8%	40.5%	26.9%

数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所，注：计算指标括号中的“+、-”表示正向/负向关系

7.1.主要结论

➤ 标准化得分由高至低为人保财险 (5.4)、太保财险 (5.4)、国寿财险 (4.2)、大地财险 (3.2)、太平财险 (2.5) 和平安财险 (1.9)。老三家头部机构竞争力明显

表：东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系下样本公司标准化得分（财险篇，评价时间：1Q23）

指标名称	计算指标	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险
财务指标	保费收入同比增速 (+)	0.33	0.00	0.78	1.00	0.98	0.09
	ROE (+)	1.00	0.37	0.58	0.44	0.00	0.59
	综合投资收益率 (+)	0.74	0.14	1.00	0.00	0.22	0.28
承保效益	承保利润率 (+)	1.00	0.25	0.38	0.10	0.00	0.32
	综合费用率 (-)	0.00	-0.43	-0.36	-1.00	-0.85	-0.57
流动性风险指标	百元保费经营活动净现金流 (+)	0.59	0.00	0.35	0.69	0.56	1.00
业务结构	直销渠道签单保费贡献占比 (+)	1.00	0.00	0.74	0.44	0.88	0.12
	非车保费收入效率 (-)	-0.07	-0.75	-0.59	0.00	-1.00	-0.01
最低资本构成	保险风险最低资本占比 (+)	0.00	0.93	1.00	0.32	0.49	0.65
资本经营效率	保险合同负债/最低资本 (+)	0.00	0.63	1.00	0.53	0.92	0.95
	报表潜在分红能力 (+)	0.84	0.72	0.54	0.00	1.00	0.75
标准化得分		5.43	1.86	5.43	2.51	3.19	4.18

数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所，注：为统一得分，通过最大最小规范化 $[(X-\min) / (\max-\min)]$ ，将每一行属性的值映射至-1至1的区间

注：相关评价体系请参考2022年5月外发报告《偿二代二期工程季报评价体系（财险篇）：拆解承保效益结构，剖析资本经营效率》9

- **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。当前市场关注点聚焦在3.5%预定利率炒停结束后负债端数据改善持续性以及宏观经济复苏低迷对长端利率的拖累**
 - 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。我们认为，近期人民币汇率持续破7、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，我们预计月末LPR如期下调后，更应关注对政策落地后经济改善预期升温，而不是对险资投资收益率的担忧，当前估值隐含的投资收益率已较为充分反映投资收益率压力。
 - 我们认为考虑板块估值性价比重新显现，叠加二季度相对明确的基本面拐点确立，当下建议投资者务必重视回调带来的布局机会。
 - 推荐顺序：中国太保、新华保险、中国人寿和中国平安。积极关注中国财险，2023年以来车险承保利润当弱不弱，1Q23中国财险实现净利润增长逾两成实属不易。

8.风险提示

- 二期工程下偿付能力报告摘要为首次披露，相关指标解读与实际经营结果与风险水平可能存在偏差。
- 市场竞争加剧推升费用率水平，拖累整体承保业绩。
- 股市波动导致投资收益下滑。

8.风险提示-头部财险公司对公司战略风险因素关注

人保财险

- 社会生产生活逐步恢复常态，我国经济形势总体呈现回升趋势，为公司业务创造发展空间，契合国家政策导向、产业发展需要、居民消费需求的险种迎来发展机遇，服务专精特新企业、新市民等重点客户团体的业务存在提升空间。
- 由于经济活跃度大幅提升，加之赔付率较高的新能源车渗透率逐步加深，公司车险业务面临较大压力和不确定性。
- 全球变暖趋势进一步加快，极端气候更加频繁，影响逐渐加强，对公司发展和盈利造成一定冲击。

平安财险

- 汽车消费因购置税减半政策在去年底到期，我国汽车行业进入促销政策切换期，多重因素叠加使汽车行业经济运行总体面临较大压力。
- 2023年非车险业务预计将维持高速增长态势。公司将紧密关注乡村振兴、健康养老、数字经济、智慧交通、绿色金融、“双碳”目标、网络安全及社会治理等国家战略，同时积极探索推进风险减量管理，把握机遇大力发展非车险业务。

太保财险

- 公司从人才管理、业务管理、投资管理、海外管理等方面加强对战略风险的管理，并定期收集和分析相关信息，通过保费增长率、综合成本率、偿付能力充足率、风险综合评级、公司治理评价等多维指标加强对战略风险的监测。

上市险企估值表 (以2023年6月20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20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。

整体影响有限

- 财险多为短期险业务并且采用PAA方法，受新准则影响较小。

收入类似已赚毛保费

- 新准则保险服务收入口径与旧准则再保前已赚毛保费类似。

折现和计息影响负债

- 折现和计息方式的变化影响保险合同负债的计提以及释放。

准备金假设基本一致

- 新准则下准备金假设与旧准则总体一致，但准备金计量方法存在差异。

综合成本率无重大变化

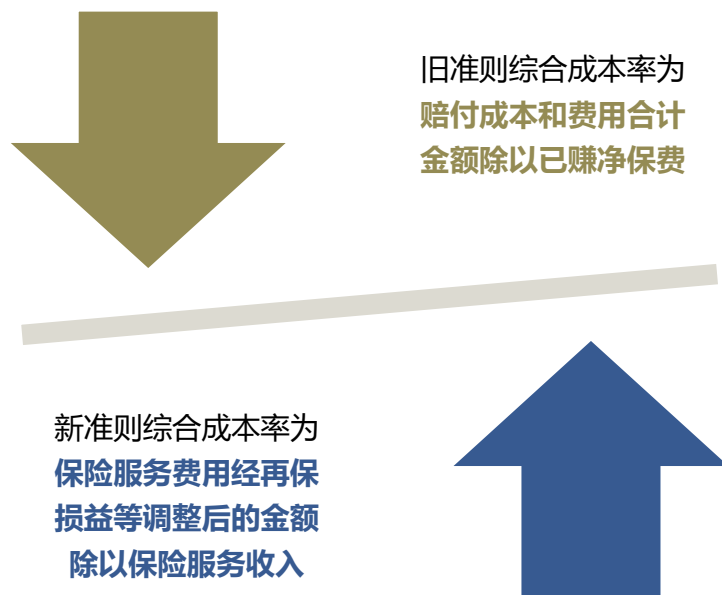
- 新准则下综合成本率计算口径与旧准则存在差异，但结果无重大变化。

- 财险多为短期险业务并且采用PAA方法，受新准则影响较小
- 新准则保险服务收入口径与旧准则再保前已赚毛保费类似
 - 1Q23上市险企新准则下实现保险服务收入确认比例（保险服务收入/原保费收入）75.1%，。
 - 财险主要是短期险业务，投资成分占比低并且摊销时间短，保险服务收入受新准则影响相对较小，未确认部分主要为社保业务等政策性业务（作为投资成分别除），并且费用予以递延使得四个季度保险服务收入基本实现“平均”分布
- 新准则下综合成本率计算口径存在差异，但结果变化不大

新旧准则下计量模型比较

	通用模型法GMM	保费分配法PAA
简述	准则默认模型	期限短、波动性较小的短期业务，提供了通用模型的简化处理
适用范围	通常用于财产险长期业务	短期（责任期在1年以内）保险合同可以通过等效性测试的保险合同
主要特征	无偏估计未来现金流并折现显性的非金融风险调整不确认首日利润，确认为合同服务边际且在合同期内摊销计入损益	短期保险合同可选用简易模型结果近似于通用模型针对PAA有额外的会计选择

新旧准则下综合成本率计算对比



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>

东吴证券财富家园