

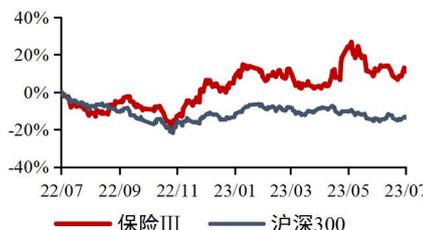
## 保险

人口趋势、产品优势支撑负债端持续改善 领先大市-A(维持)  
保险行业中期策略

2023年7月5日

行业研究/行业中期策略

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

## 相关报告：

【山证保险III】FYP与NBVM共振,NBV拐点或已出现-2023.5.9

## 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：

➢ **寿险：**我们认为在储蓄险主力客户占总人口比重提升&居民投资行为偏保守&储蓄险产品的优良属性难以被替代的大背景下，寿险负债端的改善趋势在中长期或可持续。我们预测2023年NBV增速：太保+15.0%、平安+10.6%、国寿+10.2%、新华+5.6%。产品方面，预定利率下调可能会造成保费增速的短期波动，但不会终结复苏趋势，并且因此产生的NBVM上升可能会抵消FYP下滑的影响。此外，上市险企的主力产品在定价时，给予客户的收益率上限较中小险企更低，收益率增速也更慢，因此我们认为产品价值率是较为稳健的。客户方面，我国35-59岁人群占比近年来持续上升，并将在2025年前后达到峰值（约38.5%），其投资需求与储蓄险产品特点相契合，故人口变化趋势亦能对保险负债端改善提供支撑。渠道方面，2022年大多数上市险企人均产能增速在40%上下，并且代理人收入也有明显提升，这些积极变化有望提升代理人留存率，缓解人力流失压力。

➢ **产险：**2023年前5月产险行业累计保费增速达10.3%，增速较为可观。2020年车险综改政策加剧行业优胜劣汰，行业集中度稳步提升，四大产险市占率由2019年的73.9%升至2022年的77.3%。2022年12月，车险二次综改正式启动，头部险企具备定价优势，行业集中度或将进一步提升。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。险企精细化开展产险业务，综合成本率的改善或可持续。

➢ **投资端：**负债端储蓄险的热销使得险企NBV及VIFB对投资收益率变动更加敏感。为降低投资收益波动以及缩小资产负债久期缺口，险企的资产配置或将发生三大变化：1)增配久期长、风险低的债券；2)增配高股息、低波动的权益资产；3)增配区位较优、资产质量较优的投资性房地产。

➢ **投资建议：**当前保险股仍处于负债端改善+估值低位+机构持仓低位的时点。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，保险负债端改善趋势下保险股良好表现或将延续。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%。我们看好负债端持续复苏可期、并有望据此取得超额收益的太保、平安，产险龙头人保，以及资产端弹性较足、贝塔属性较强的国寿、新华。

**风险提示：**资本市场剧烈波动，长端利率下行，负债端改善不及预期等。



## 目录

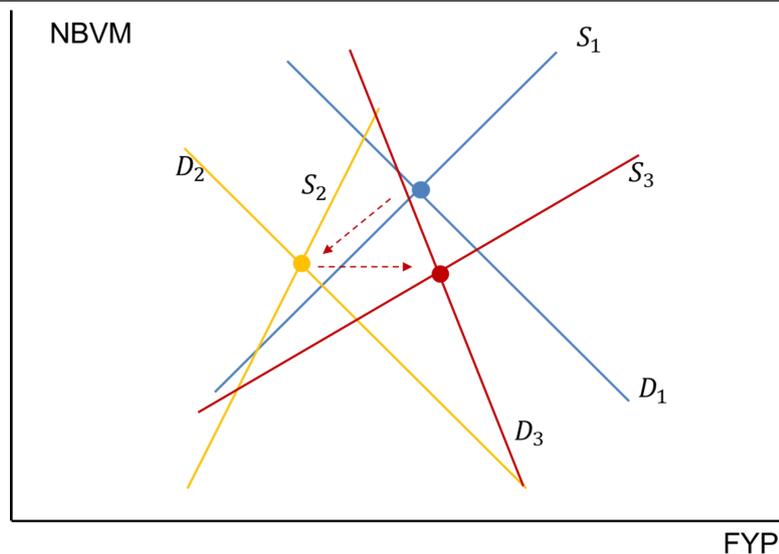
1. 寿险：负债端改善趋势或可延续.....	3
1.1 保费增速可观，NBV 增速改善明显.....	4
1.2 产品：上市险企主力产品分析.....	7
1.3 渠道：代理人规模仍在筑底，产能明显提升.....	9
2. 产险：二次综改或将提升行业集中度.....	12
3. 投资端：负债端的变化或将影响险企资产配置.....	15
4. 投资建议.....	17
4.1 从产品、客户、渠道等多角度关注负债端的可持续.....	17
4.2 个股推荐.....	19
4.2.1 负债端持续复苏可期的个股：太保、平安.....	19
4.2.2 产险龙头：人保.....	20
4.2.3 资产端弹性较足，贝塔属性较强的个股：国寿、新华.....	21
风险提示.....	23

## 1. 寿险：负债端改善趋势或可延续

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：寿险行业的供需之变



资料来源：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，并且需求价格弹性较小这一特点并未改变。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。

## 1.1 保费增速可观，NBV 增速改善明显

2023 年前 5 月，上市险企寿险单月保费回暖趋势明显。以平安人寿为例，其前 5 月寿险保费同比增速分别为 4.4%、7.1%、7.8%、7.9%、10.0%，单月保费呈现加速度增长趋势。寿险保费增长主要源于储蓄险业务的扩张，尤其是以增额寿为代表的产品的热销。根据央行发布的《2023 年第二季度城镇储户问卷调查报告》，二季度我国居民的当期收入感受指数、未来收入信心指数、对房价上涨的预期均有所下滑，这使得居民的投资行为更加保守。储蓄险产品凭借其稀缺的确定性收益满足了居民的需求，故而保费增长较快。

表 1：各上市险企寿险单月保费同比增速

时间	中国人寿	平安人寿	太保人寿	新华保险	太平人寿	人保寿险	六大寿险合计
2022 年 1 月	-5.3%	-0.6%	-1.1%	3.6%	-5.7%	30.2%	-0.6%
2022 年 2 月	-3.1%	-4.7%	14.9%	11.1%	1.4%	5.7%	1.2%
2022 年 3 月	5.6%	-4.7%	10.1%	-4.1%	1.3%	-24.6%	1.1%
2022 年 4 月	-2.1%	-3.1%	1.9%	12.9%	2.1%	5.5%	0.3%
2022 年 5 月	6.9%	-3.0%	13.9%	14.3%	5.6%	10.8%	5.2%
2022 年 6 月	7.7%	-2.6%	7.4%	-11.9%	4.0%	-25.8%	1.1%
2022 年 7 月	13.7%	-2.4%	6.6%	3.1%	10.4%	-3.9%	5.0%
2022 年 8 月	1.1%	-2.5%	-11.7%	-1.2%	4.3%	-50.8%	-4.2%
2022 年 9 月	-0.8%	-2.8%	9.4%	-5.3%	3.2%	-16.2%	-0.9%
2022 年 10 月	-4.7%	-3.5%	29.4%	3.5%	10.8%	-39.5%	0.1%
2022 年 11 月	-9.1%	-1.3%	23.3%	0.3%	20.4%	-68.9%	-5.2%
2022 年 12 月	-10.5%	-17.9%	-5.6%	-24.0%	18.8%	-10.2%	-11.9%
2023 年 1 月	-2.5%	4.4%	-5.7%	-1.9%	-6.9%	-15.8%	-3.0%
2023 年 2 月	28.8%	7.1%	-5.1%	6.2%	20.9%	53.0%	15.7%
2023 年 3 月	10.2%	7.8%	6.2%	-0.5%	9.7%	54.2%	9.6%
2023 年 4 月	5.6%	7.9%	-5.7%	-2.0%	7.5%	38.5%	5.5%
2023 年 5 月	15.7%	10.0%	4.9%	17.4%	17.5%	41.2%	13.6%

资料来源：公司公告，山西证券研究所

由于监管要求保险产品预定利率下调至 3.0%，市场普遍担心储蓄险产品价格升高而导致投资性价比降低，从而难以保持长期向好发展趋势。我们将市场上与储蓄险产品较为接近的金融产品做了梳理，并从收益、风险、流动性、附加功能等等几个角度做了梳理，可以发现：

- **收益：**如果以热销的增额寿产品为例，当持有期限达到一定长度时，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。

简而言之，即使在预定利率下调至 3.0% 以后，储蓄险产品的优良属性还是难以被其他金融产品替代。

因此，预定利率下调这一事件可能会导致保费增长的短期波动，但我们认为这不会终结保险负债端改善的中长期趋势。

表 2：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
<b>收益</b>	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，近期已经低于 2.30%	参考中证银华货币基金指数，近 3 年年化收益 2.26%	参考中证银华债券基金指数，近 3 年年化收益 3.37%
<b>风险</b>	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%
<b>流动性</b>	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
<b>附加功能</b>	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

从 NBV 角度来看，新单保费的高增带动了 NBV 增速的显著改善，平安、国寿体现尤为明显。Q123 平安的 NBV 137.02 亿元、同比+8.8%，新单保费 655.14 亿元、同比+27.9%，NBVM 20.9%、同比-3.7pct。国寿的 NBV 同比+7.7%，新单保费同比+16.6%。太保的 NBV 增速高于同业，主要源于 NBVM 的企稳回升，这表示太保的产品销售结构已经基本稳定且符合市场需求。太保新单有所下滑，主要还是受去年的高基数影响。

表 3：中国平安的 NBV、NBVM、FYP 单季度及累计值变化（单位：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 4：中国人寿的 NBV、NBVM、FYP 累计值变化（单位：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	100,895	139,358	171,338	184,767	117,669
yoy	-1.5%	4.1%	6.3%	5.1%	16.6%
NBVM	-	18.5%	-	19.5%	-
yoy	-	-3.83pct	-	-5.98pct	-

资料来源：公司公告，山西证券研究所

表 5：中国太保的 NBV、NBVM、FYP 累计值变化（单位：百万元）

	Q122	Q222	Q322	Q422	Q123
	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% <sup>1</sup>
NBVM	9.2%	13.0%	14.1%	11.6%	12.2%
yoy	-	-12.4pct	-	-11.9pct	+3.0pct

资料来源：公司公告，山西证券研究所

此外，储蓄险主要客户群尚未发生代际迁移，当前人口变化趋势亦有利于储蓄险发展。以增额寿为代表的储蓄险的投保人群大多在 35 岁以上，其中保单金额较大的客户又大多在 50 岁以上。储蓄险确实能较

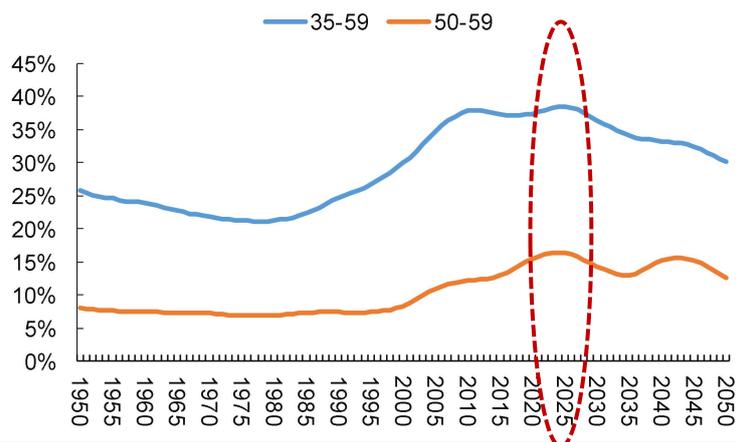
<sup>1</sup> Q122 的 FYP 重述值为 370.90 亿元，故此处为负增长。

好满足前述人群的需求：

- 对于 35 岁以上的客户而言，已基本建立家庭，生活中面临的刚性支出较多，比如房贷、车贷、孩子的教育金等等。因此，客户在进行财富规划时，需要更多考虑现金流的安全和稳定，而这与储蓄险的产品特点相契合。
- 对于 50 岁以上的客户而言，子女已经基本自立，人生财富也已积累到相当程度。财富规划关注点也开始转移到养老规划、财产保值和财富传承。同样地，储蓄险也能较好满足客户的这类需求。

结合保单的投保年龄限制，并根据 Population Pyramids 公布及预测的人口数据，我们将我国 35-59 岁人群及 50-59 岁人群占比的变化趋势进行了梳理。可以发现，两类人群占比均在近年来保持上升趋势，并均在 2025 年前后达到高峰。这意味着投保储蓄险的中坚力量在总人口中的占比有望持续提升，再考虑到安全、确定型收益类产品稀缺，客户对储蓄险的需求也有望实现稳中有升。

图 2：我国人口趋势变化：35-59 岁及 50-59 岁人口占总人口比重变化趋势



资料来源：Population Pyramids，山西证券研究所

## 1.2 产品：上市险企主力产品分析

寿险 NBV 在新单保费高增带动下恢复正增长，新单保费增长又主要由储蓄型产品贡献，这是本轮保险负债端复苏的主要逻辑。对此，部分投资者有两个方面的担忧：

- 第一个担忧，认为热销储蓄险产品给予客户的利益过高；
- 第二个担忧，主要针对增额寿产品。部分投资者认为，在定价时，增额寿的退保是或有的，甚至可以在定价模型层面不体现客户的退保，因此模型账面上其资产久期可以是终身的，其创造的投资收益总值便会较高。投资收益贡献客户利益和销售费用，投资收益做高，客户利益就可以做高，销售费用就可以给高。如果退保或减保取现超出预期，产品资产久期显著缩短，则产品的实际利

润表现和定价时便可能有较大差异。

我们以 30 岁男性为投保人，年交保费 10 万，交费期 3 年为例进行分析。

针对第一个担忧，虽然上市寿险主力产品均是基于 3.5% 预定利率定价的，但是其实际收益率却较 3.5% 存在较大距离，最高收益率基本在 3.1%、3.2% 出头，相比之下中小险企的主力产品最高收益率非常接近 3.5%。

针对第二个担忧，上市险企主力产品的收益率提升速度其实是较为缓慢的。比如国寿臻享传家要持有保单近 40 年，收益率才能达到 3%；平安盛世金越尊享要持有保单近 30 年，收益率才能达到 3%；太保鑫相伴、新华荣华世家也要持有保单近 20 年，收益率才能达到 3%。因此，如果客户持有保单时间较短，保单能够给予客户的利益也是相对较少的。综上，退保导致的利润减少对保险公司的影响也相对较小。

简而言之，上市险企主力产品的定价较为克制，因此其价值率有望保持稳健。

表 6：与中小险企相比，上市险企主力产品 IRR 增长更加缓慢且上限更低

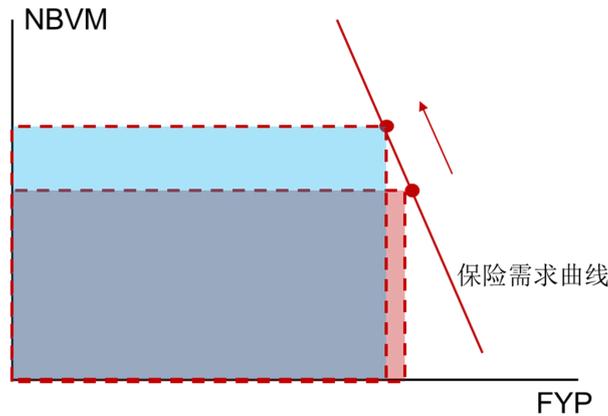
保险公司	中国人寿	平安人寿	太保人寿	新华保险	泰康人寿	横琴人寿	富德生命人寿	信泰人寿	和谐人寿	弘康人寿
产品名称	臻享传家	盛世金越尊享	鑫相伴	荣华世家	乐增寿	永恒金生	瑞祥人生	如意尊星火版	人我行	金玉满堂
35 岁	-0.83%	0.57%	1.63%	1.63%	-0.77%	1.47%	-1.10%	-12.7%	-3.44%	-10.2%
36 岁	0.00%	1.14%	1.99%	1.99%	0.06%	1.86%	0.17%	-6.22%	-0.09%	-3.19%
37 岁	0.56%	1.52%	2.23%	2.22%	0.61%	2.13%	1.03%	-2.23%	2.00%	0.90%
38 岁	0.96%	1.80%	2.40%	2.40%	1.00%	2.31%	1.64%	0.38%	3.37%	3.45%
39 岁	1.26%	2.01%	2.53%	2.53%	1.30%	2.45%	2.11%	2.16%	3.39%	3.45%
40 岁	1.49%	2.17%	2.63%	2.63%	1.54%	2.56%	2.47%	3.41%	3.40%	3.46%
50 岁	2.53%	2.86%	3.08%	3.08%	2.55%	3.06%	3.34%	3.45%	3.45%	3.48%
60 岁	2.86%	3.08%	3.22%	3.22%	2.87%	3.21%	3.50%	3.47%	3.47%	3.48%
70 岁	3.03%	3.03%	3.29%	3.28%	3.03%	3.28%	3.50%	3.48%	3.48%	3.49%
80 岁	3.12%	3.11%	3.31%	3.31%	3.10%	3.33%	3.50%	3.48%	3.49%	3.49%
90 岁	3.19%	3.14%	3.31%	3.29%	3.13%	3.35%	3.50%	3.48%	3.49%	3.49%
100 岁	3.23%	3.10%	3.26%	3.23%	3.10%	3.37%	3.50%	3.49%	3.49%	3.49%

资料来源：保险师 APP，山西证券研究所

注：以 30 岁男性为投保人，年交 10 万，交费期 3 年为例

此外，预定利率下调确实会在一定程度上影响保险产品的价格。但是，结合我们之前的分析，当前保险产品所具备的优良属性使其难以被其他金融产品替代，也就是说保险产品的需求价格弹性是较小的，对应的需求曲线也是较为陡峭的。因此，保险产品价格上升对于保险公司而言反而可能会产生正面影响，即 NBVM 上升或将抵消 FYP 下滑的影响，也即 NBV 或将提升。

图 3：下调预定利率后，NBVM 上升或将抵消 FYP 下滑的影响

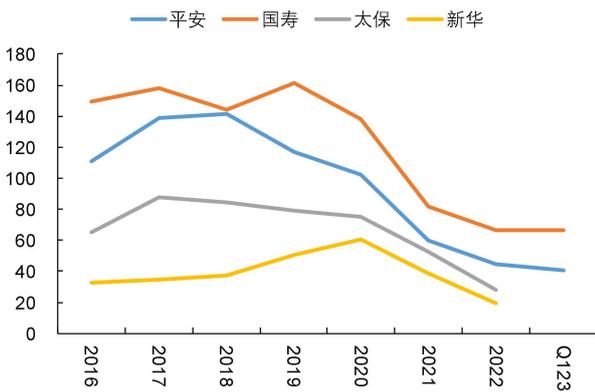


资料来源：山西证券研究所

### 1.3 渠道：代理人规模仍在筑底，产能明显提升

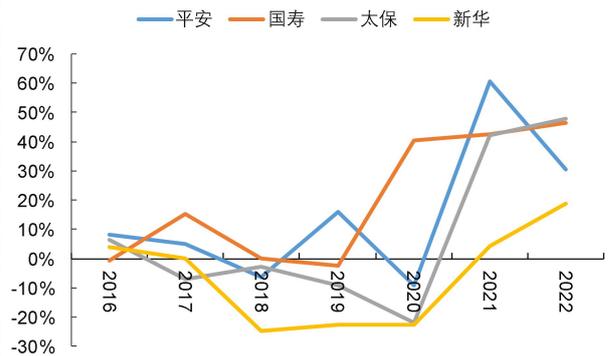
Q123 仅平安、国寿披露代理人规模，其中平安期末代理人 40.4 万人、较年初-9.2%，国寿期末代理人 66.2 万人、较年初-0.9%。代理人人均产能保持上升趋势，2021 年及 2022 年，平安、国寿、太保的代理人产能同比增速均在 40% 上下，新华稍逊于同业，但也呈现出升势。当前代理人队伍中，高产能的核人力贡献保费多、收入更高，因此也更加稳定，而产能较低的代理人仍有流失压力。

图 4：代理人规模变化（万人）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 5：代理人人均产能增速变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

代理人规模目前仍在筑底，但我们判断留存率有所提升。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，代理人留存率有所提升。根据平安 2022 年

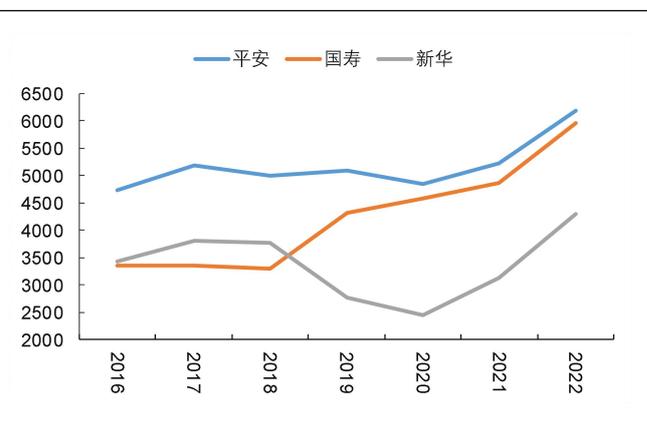
报数据，其代理人人均月收入已达 7051 元/人/月，远超 2020 年和 2021 年，也已超过疫情前水平。考虑到上市险企中仅平安披露代理人收入情况，我们以保险业务分部手续费及佣金支出/代理人数量来模拟代理人收入。可以看出，国寿、新华的代理人收入情况在 2022 年也有大幅改善。我们认为，代理人收入出现的积极变化有利于提高代理人留存率，缓解行业代理人规模持续大幅度下降的压力。

图 6：中国平安代理人收入（元/人/月）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 7：测算平安、国寿、新华代理人收入（元/人/月）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

银保渠道持续发力对于上市险企也较为重要。伴随储蓄险产品的热销，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 7：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，我们认为在储蓄险中坚客户占总人口比重提升&居民投资行为偏保守&储蓄险产品的优良属性难以被替代的大背景下，寿险负债端的改善趋势在中长期是可以持续的。基于上市险企一季报数据、前5月保费数据及保险公司经营相关情况，我们预测各个上市险企 2023 年 NBV 增速：太保+15.0%、平安+10.6%、国寿+10.2%、新华+5.6%。

表 8：上市险企 2023E NBV 预测（单位：百万元）

	中国太保		中国平安		中国人寿		新华保险	
	Q123	2023E	Q123	2023E	Q123	2023E	Q123	2023E
NBV	3,971	10,586	13,702	31,866	-	39,668	-	2,560
yoy	16.6%	15.0%	8.8%	10.6%	7.7%	10.2%	-	5.6%
FYP	32,661	75,299	65,514	142,728	117,669	208,761	-	46759
yoy	-11.9%	-4.8%	27.9%	19.6%	16.6%	12.1%	-	7.8%
NBVM	12.2%	14.1%	20.9%	22.3%	-	19.0%	-	5.5%
yoy	+3.0pct	+2.4pct	-3.7pct	-1.8pct	-	-0.3pct	-	-0.1pct

资料来源：公司公告，山西证券研究所

## 2. 产险：二次综改或将提升行业集中度

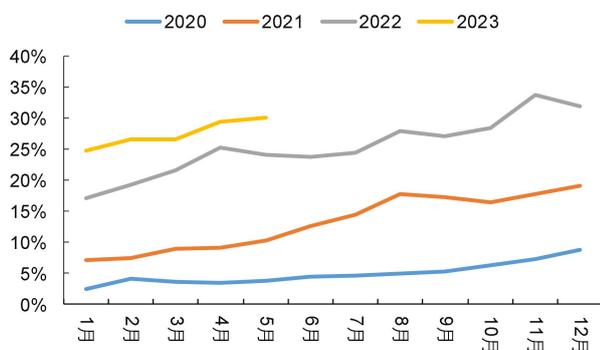
2023 年前 5 月，上市险企产险单月保费增速均保持为正，较为可观。作为产险主力业务，车险或将保持较高增速，主要原因是新能源车渗透率提升且其单车保费较高。据中国财险 2022 年年报，新能源车单车保费达 4403 元/辆，超过整体车险的 2562 元/辆。行业件均车险保费也处于较高水平。

表 9：上市险企产险单月保费增速较为可观

时间	人保产	平安产	太保产	太平产	合计
2022 年 1 月	13.8%	8.2%	12.7%	-5.2%	11.4%
2022 年 2 月	13.4%	17.6%	22.5%	14.6%	16.0%
2022 年 3 月	10.2%	9.2%	10.9%	14.7%	10.1%
2022 年 4 月	2.7%	2.2%	-0.6%	4.7%	2.0%
2022 年 5 月	8.0%	8.6%	4.7%	-12.2%	6.9%
2022 年 6 月	9.5%	17.9%	25.0%	5.0%	14.0%
2022 年 7 月	10.4%	16.1%	10.8%	-4.1%	11.8%
2022 年 8 月	8.8%	16.3%	13.1%	22.5%	12.4%
2022 年 9 月	13.4%	10.0%	15.4%	9.1%	12.5%
2022 年 10 月	7.8%	11.1%	7.4%	-6.6%	8.3%
2022 年 11 月	0.4%	6.3%	6.5%	-4.9%	3.2%
2022 年 12 月	-0.9%	5.7%	11.1%	9.3%	3.2%
2023 年 1 月	1.2%	-2.1%	10.9%	26.0%	2.6%
2023 年 2 月	24.6%	21.3%	34.5%	19.9%	25.3%
2023 年 3 月	11.7%	5.9%	13.8%	12.1%	10.7%
2023 年 4 月	6.7%	7.3%	13.2%	2.9%	7.9%
2023 年 5 月	3.0%	4.6%	11.5%	14.2%	5.3%

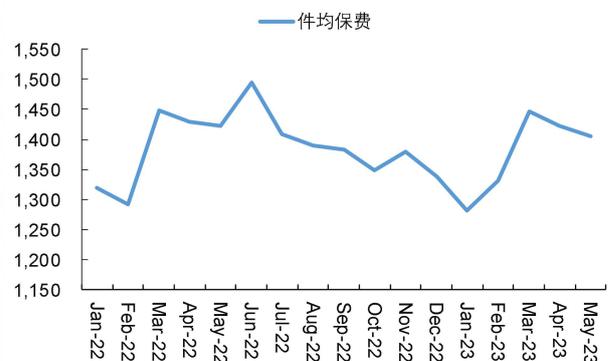
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 8：新能源车渗透率保持提升



资料来源：Wind，山西证券研究所

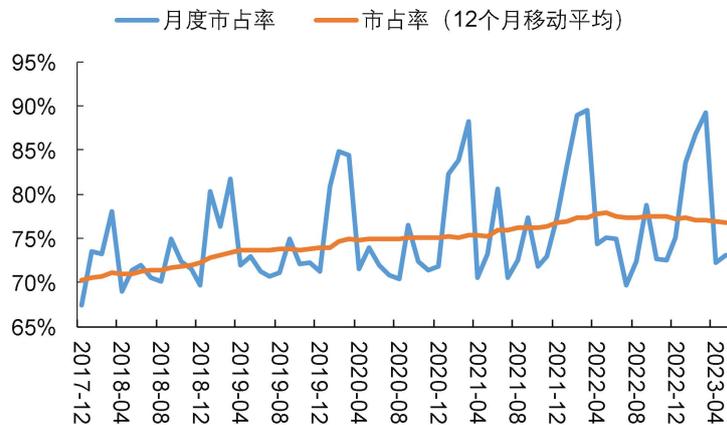
图 9：车险件均保费保持在 1400 元/辆以上



资料来源：国家金融监管总局，山西证券研究所

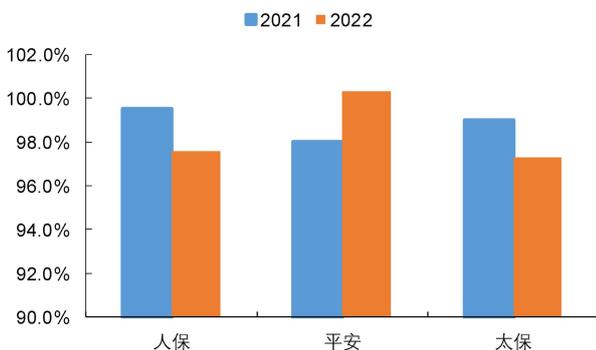
产险行业的竞争格局有所优化。2020 年施行的车险综改引导车险产品附加费用率下行、预期赔付率上行，这对行业格局产生了深刻影响。头部险企凭借较强的直销直控渠道建设能力，转型效果突出。中小险企由于议价能力较弱，在承保和盈利的双重压力之下生存空间受到挤压。2022 年 12 月，银保监会发布《关于进一步扩大商业车险自主定价系数浮动范围等有关事项的通知》，将商业车险自主定价系数浮动范围扩大为[0.5-1.5]（此前为[0.65-1.35]），正式启动二次综改。二次综改可能会使头部险企的竞争优势更加突出，因为自主定价系数下限的下调给优质家用车的系数下调带来了空间。头部险企业务种类较多，系数均值管理难度较低，可以凭借更低的自主定价系数开展更多的优质家用车业务，从而促进行业集中度进一步提升。

图 10：产险单月保费集中度保持在较高水平（图中为人保产、平安产、太保产、太平产的市占率之和）



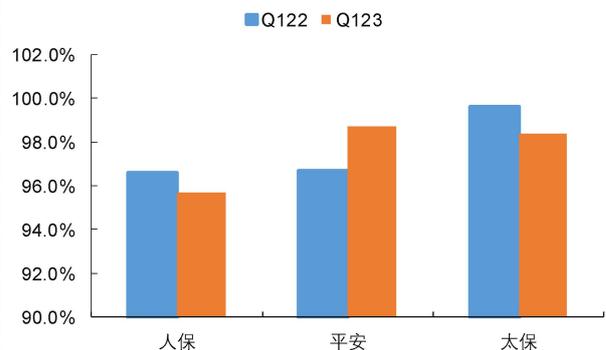
资料来源：公司公告，Wind，山西证券研究所

图 11：2021 年与 2022 年综合成本率对比



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 12：Q123 与 Q122 综合成本率对比



资料来源：Wind，山西证券研究所

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。

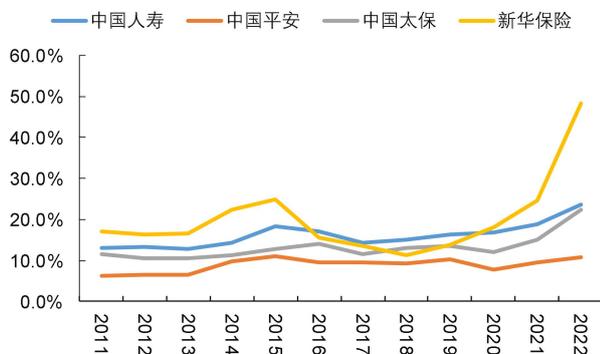
随着车险二次综改带来的自主定价系数的扩大，如何精确识别优质车主、降低赔付率，使得综合成本率不因定价下调而上行成为关键。在此过程中，保险科技在定价、理赔及客户服务等方面的作用或将更受重视。

### 3. 投资端：负债端的变化或将影响险企资产配置

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%。

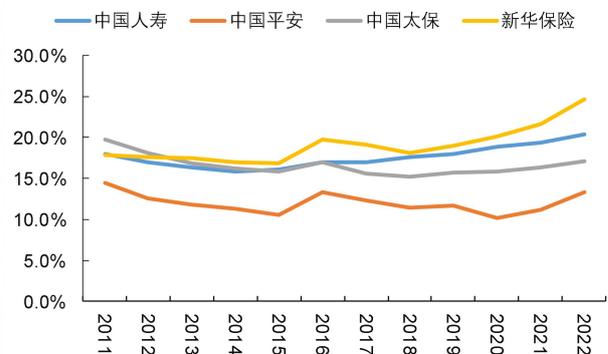
上市险企负债端的最大变化在于储蓄险占比增加。就利源而言，储蓄险产品中利差占比相对其他产品更高，因此保险公司 NBV 及有效业务价值（VIFB）对于投资收益率假设变动的敏感性会有所提升。以 NBV 敏感性为例，新华的 NBV 受对投资收益率的敏感性最强且提升迅速，本质原因为新华近年来储蓄险销售占比提升较快。

图 13：投资收益率假设+50BP 时，NBV 变动比例<sup>2</sup>



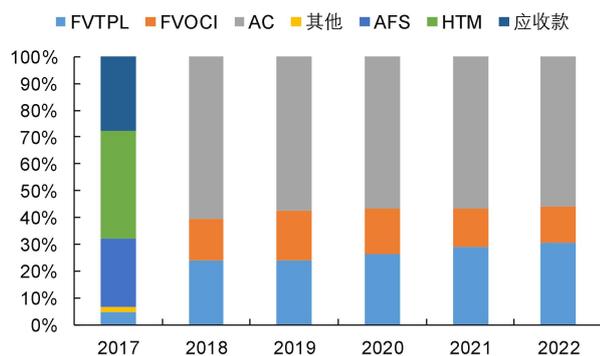
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 14：投资收益率假设+50BP 时，VIFB 变动比例<sup>3</sup>



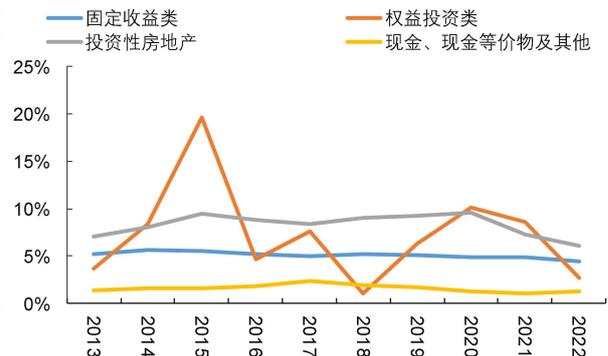
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 15：IFRS 9 执行后平安的 FVTPL 资产占比提升



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 16：太保各类资产收益率



资料来源：公司公告，山西证券研究所

此外，IFRS 9 的执行也会使得保险公司的投资收益波动程度加大。以平安 2018 年为例，平安在 2018

<sup>2</sup> 平安自 2020 年开始将投资收益率与风险贴现率假设对 NBV 的影响合并披露。

<sup>3</sup> 平安 VIFB 敏感性由假设前后的 EV 减去调整后净资产得出。

年时便已执行 IFRS 9，执行后 FVTPL 占比从 2017 年的 4.6% 升至 2018 年的 24.0%。因为 FVTPL 占比明显提升，预计执行 IFRS 9 后上市险企投资收益波动将有所增加，从而短期利润波动程度将明显增加。以太保披露的投资收益率为例，险企投资的各大类资产中，收益率波动最大的为权益类资产。所以险企如需降低投资收益波动程度，在权益资产上要加大高股息、低波动类权益资产的配置。

本轮储蓄险增长主要由增额寿带动，增额寿产品可能会拉长保险公司的负债久期，从而扩大保险公司的资产负债缺口。在众多上市险企 2022 年的年报中，都有提及增配久期长、风险低的债券，以满足资产负债久期匹配需要。此外，区位较优、资产质量较优的投资性房地产也受到险资青睐，这类资产收益率稳定，久期也较长，符合保险资金投资需求。以平安为例，其在 2023 年上半年不动产投资累计出资额达到 353.53 亿元，主要投资于北京、上海的不动产项目。

表 10：平安人寿 2023 年不动产投资累计出资额（单位：亿元）

投资项目	2023 年上半年实际出资额
上海市东方万国等 4 个产业园	52.92
北京市丰台区丽泽路第 E-01、E-05 地块 C2 商业金融项目	0.265
北京市丽泽商务区第 D-03、D-04 不动产项目	0.4
北京市丽泽商务区第 E-06 地块不动产项目	0.215
上海市来福士广场等 6 个商办不动产项目	299.73
合计	353.53

资料来源：中国保险行业协会，山西证券研究所

整体而言，为降低投资收益波动以及缩小资产负债久期缺口，险企的资产配置或将发生三大变化：1）增配久期长、风险低的债券；2）增配高股息、低波动的权益资产；3）增配区位较优、资产质量较优的投资性房地产。

## 4. 投资建议

### 4.1 从产品、客户、渠道等多角度关注负债端的可持续

我们认为在储蓄险中坚客户占总人口比重提升&居民投资行为偏保守&储蓄险产品的优良属性难以被替代的大背景下，寿险负债端的改善趋势在中长期是可以持续的。我们预测各个上市险企 2023 年 NBV 增速：太保+15.0%、平安+10.6%、国寿+10.2%、新华+5.6%。

2023 年前 5 月，上市险企寿险单月保费回暖趋势明显，部分险企寿险单月保费甚至出现了加速增长的态势。在保费增长带动下，Q123 寿险 NBV 实现较快增长，其中太保+16.6%、平安+8.8%、国寿+7.7%。

**产品方面**，部分投资者担忧预定利率下调会使得保险需求下降，可能会影响负债端复苏。我们认为即使预定利率下调，保险产品较高的确定性收益仍然难以有其他金融产品替代，且考虑到当前背景下保险产品需求价格弹性较小，NBVM 上升可能会抵消 FYP 下滑的影响。还有部分投资者担忧增额寿等储蓄险产品给予客户的利益较高，价值率不够稳健。我们通过产品对比，发现上市险企主力产品给予客户的收益率上限并不高，最高可能达到 3.1%、3.2%出头，而且收益率增长的速度远远慢于中小险企，因此我们认为主力产品的价值率是较为稳健的。

**客户方面**，储蓄险客户的中坚力量（35-59 岁人群及 50-59 岁人群）占总人口比重均在近年来保持上升趋势，并均在 2025 年前后达到高峰，有望在未来贡献持续稳定的保费。

**渠道方面**，代理人规模目前仍在筑底，但我们判断留存率有所提升。主要原因在于，代理人收入出现的积极变化有利于提高代理人留存率，缓解行业代理人规模持续大幅度下降的压力。

**产险方面**，2023 年前 5 月，上市险企产险单月保费增速均保持为正，较为可观。伴随二次综改推进，我们认为产险行业集中度有望实现稳中有升。

**投资方面**，负债端及会计准则的变化可能会影响险企的资产配置策略，具体包括：1) 增配久期长、风险低的债券；2) 增配高股息、低波动的权益资产；3) 增配区位较优、资产质量较优的投资性房地产。

机构持仓来看，Q123 机构（公募基金+券商集合资管）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。

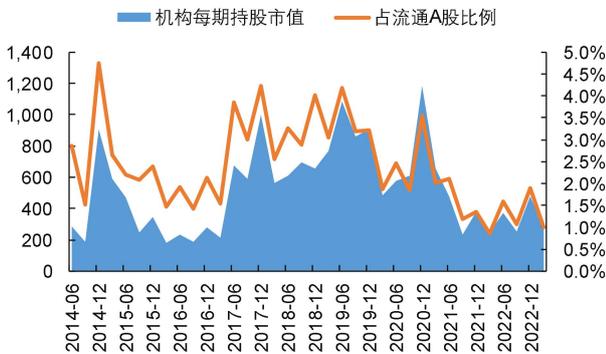
机构持仓：Q123 持仓规模 282.23 亿元、占流通市值比重为 1.0%。2014 年以来平均值为 2.4%，近 5 年以来平均值为 2.3%。若升至均值，保险板块或将流入 300 亿元。

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 17：机构持有保险股市值及占比（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

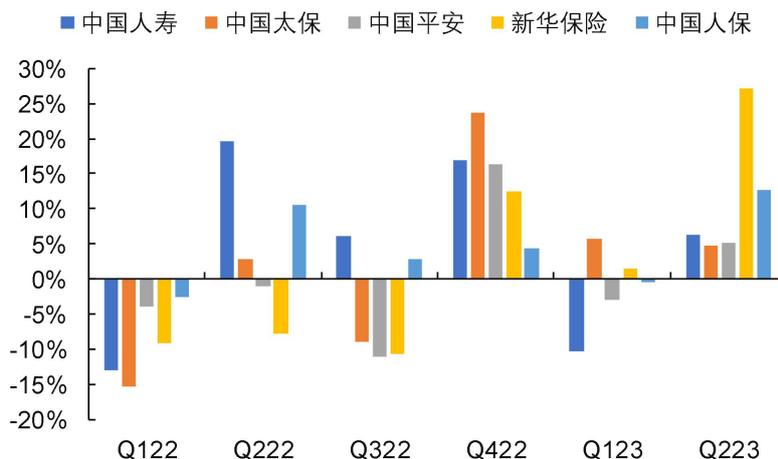
图 18：陆股通持有保险股市值及比例（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

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。因此，伴随负债端复苏持续，保险股的良好表现或将延续。

图 19：保险股季度涨跌幅



资料来源：Wind，山西证券研究所

## 4.2 个股推荐

### 4.2.1 负债端持续复苏可期的个股：太保、平安

**中国太保：**寿险负债端延续向好发展趋势，NBV 增速领先同业，渠道改革成果显现。财险保费增速领先同业，综合成本率保持下行。具体来看：

- Q123 的 NBV 增速达到 16.6%，超越平安的 8.8%及国寿的 7.7%。分渠道来看：代理人渠道，虽人力仍在下滑，但人均产能大幅提升，2021 年、2022 年连续两年增速处 40%+；银保渠道，新单占比在 2022 年已处 40%以上，助力稳规模；
- 拆分 NBV 来看，太保 NBV 增速回升主要源于 NBVM 企稳回升，这表示太保的产品销售结构已经基本稳定且符合市场需求。在当前保险行业负债端受储蓄险带动而复苏的背景下，我们预计太保负债端可在行业扩张+自身实力较强的背景下持续复苏；
- 财险保费快速增长，前 5 月累计保费同比+15.3%，领先同业。Q123 综合成本率 98.4%、同比-1.2pct。保费快增、成本下行有利于承保利润释放。

我们预测公司 2023-25 年归母净利润分别为 300.26 亿元、343.01 亿元、394.60 亿元，增速分别为+22.01%、+14.24%、+15.04%。当前股价对应 2023E P/EV 0.49x，低于近 5 年以来合理估值区间下限。考虑到估值低位+基本面向好，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。

图 20：太保寿险调整后 P/EV<sup>4</sup>走势



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

<sup>4</sup> 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。

**中国平安：** 负债端延续向好发展趋势，渠道改革成果开始显现。资产端减值压力缓解，总投资收益率逐步恢复。具体来看：

- 负债端复苏，NBV 拐点或已出现：Q422/Q123 的单季度 NBV 均实现正增长，新单规模保持扩张、NBVM 相对稳健；
- 渠道改革成果开始显现，复苏具备可持续性：NBV=FYP\*NBVM，其中 FYP 有望在代理人规模逐步企稳、人均产能明显提升、银保渠道持续发力的共振作用下保持增长；NBVM 已处于低位，伴随产品销售结构趋于稳定，NBVM 或将逐步企稳。综合而言 NBV 将保持增长；
- 资产端压力缓解，总投资收益率仍有改善空间：Q123 总投资收益率 3.30%、同比+100BP，虽已有较大改善但仍处于相对低位。考虑到保险公司经营具有长期性，若长期中公司总投资收益率恢复至 5.0%的精算假设水平，资产端有较大弹性。

我们预测公司 2023-25 年归母净利润分别为 1323.89 亿元、1490.06 亿元、1707.21 亿元，增速为 58.03%、12.55%、14.57%。当前股价对应 2023E P/EV 0.55x，低于近 5 年以来合理估值区间下限，维持“买入-A”。

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。

图 21：平安寿险调整后 P/EV 走势



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

## 4.2.2 产险龙头：人保

**中国人保：** 行业景气度较高且集中度提升可期，叠加自身精细化发展，保费规模提升、综合成本率控制得当，业务发展量价齐升值得期待。具体来看：

- 产险保费增速较高：人保产险 2023 年前 5 月原保费收入 2416 亿元、同比+8.5%，增速较高；
- 精细化发展驱动综合成本率改善：公司 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；

- 唯一上市产险央企：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，产品定价能力、费用控制能力有望成为公司的持久优势。

我们预测公司 2023-25 年归母净利润分别为 297.38 亿元、326.60 亿元、361.51 亿元，增速为 21.85%、9.82%、10.69%。当前股价对应 2023E P/EV 0.87x，人保 A P/B 1.30x，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。

图 22：人保 A 的 P/B 走势



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

### 4.2.3 资产端弹性较足，贝塔属性较强的个股：国寿、新华

**中国人寿：**寿险央企，经营稳健。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。我们预测公司 2023-25 年归母净利润分别为 445.22 亿元、517.79 亿元、595.07 亿元，增速为 38.77%、16.30%、14.92%。当前股价对应 2023E P/EV 0.74x，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。

图 23：中国人寿 P/EV 走势



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

**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，NBV 及 VIFB 对投资收益率变动较敏感。我们预测公司 2023-25 年归母净利润为 140.31 亿元、155.97 亿元、171.64 亿元，增速为 42.85%、11.16%、10.05%。2023E P/EV 0.44x，接近 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 24：新华保险 P/EV 走势



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

## 风险提示

文中所列示的保险产品仅供举例分析使用，不构成产品购买建议；

**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 3 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

