

# 保险行业：基本面改善有望延续，板块估值修复将成为中期主题

## ——保险行业2023年半年度策略报告

2023年7月7日

看好/维持

非银行金融 | 行业报告

分析师	刘嘉玮 电话：010-66554043 邮箱：liujw_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050001
分析师	高鑫 电话：010-66554130 邮箱：gaoxin@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521070005

### 投资摘要：

**行情回顾：**上半年保险公司负债端的显著改善和投资端的企稳回升令险企上半年业绩逐步修复，股价亦呈现缓慢修复态势。截至2023年6月21日，保险板块较年初上涨0.59%，同期上证指数、沪深300、上证50涨跌幅分别为3.52%、-0.20%、-4.41%。其中，个股表现分化，新华保险、中国太保、中国人保涨幅排名居前，分别上涨20.41%、8.56%和10.54%。

**政策：**自2021年起，保险行业监管政策与改革措施频繁出台，涉及保险公司经营规范、销售行为、理赔管理等多方面，其中最大的变化即为新保险准则和新金融工具准则的实施。我们预计未来一段时期保险行业监管仍将处于较高水平，虽然行业监管趋严必将带来阵痛，但长远来看有助于引导行业高质量发展，提升行业经营水平，铸就更高的自身价值。而对于险企业绩层面而言，监管政策仍是中期重要影响因素，需要持续重点关注。

**人身险：**“后疫情时期”险企展业逐步恢复，销售规模稳健增长，2023年1-5月人身险公司原保费累计收入21,039.54亿元，同比增长10.78%。从中期角度看，居民对能满足保障、资产保值增值等多类型需求的保险产品的认可度有望持续提升；同时，保险产品定位趋于高度精细化和个性化，保险产品的“消费属性”有望显著增强。个人养老金、商业养老金业务的相继落地亦将成为保险产品拼图的有效补充。预计伴随居民需求的有效释放，当前行业基本面改善有望延续，进而使板块估值修复成为中期主题。

**财产险：**上半年财产险保费稳健增长，2023年1-5月，单月产险原保险保费收入增速分别为2.29%、28.32%、11.15%、11.02%、8.28%。当前财产险发展的长期趋势是向非车倾斜、实现多元化发展，在此背景下产险公司的核心竞争力主要体现在产品设计和定价、成本控制和业务结构上。总体来看，在政策引导下，产险行业实现渠道端竞争优化，大型险企仍握有规模效应下的定价及渠道优势，成本控制能力较强。

**投资端：**当前投资端的表现对险企盈利、分红及估值的影响愈发显现，重要性快速上升，在此趋势下未来投资端表现仍是影响保险公司投资价值的重要因素。整体上看，在险企自身资产配置结构的不断优化和风控能力持续提升的大趋势下，预计下半年保险公司投资收益率大概率将略优于上半年。同时，在储蓄类产品预定利率即将下行的背景下，险企利差损风险有望降低，内含价值望加速回升，投资端的改善将带动险企在利润和价值层面稳步复苏。

### 推荐标的：

**中国平安：**通过三年渠道改革，公司代理人队伍素质和产能得到有效提升，同时依托平安银行优质客户资源和集团内高效协同，公司银保渠道优势突出。同时，通过金融科技+康养产业链建设，公司的大健康平台发展已较为完备，公司核心优势有望得到长期充分发挥。我们看好公司作为国内保险龙头，在行业马太效应下的中长期投资价值。

**中国太保：**2023年，公司寿险“长航行动”改革成效加速显现，随着保险需求修复，公司代理人渠道和银保渠道有望共赢发展良机；同时，产险的稳定高速增长有望在2023年得到延续，成为负债端的“压舱石”和“发动机”；在商业养老险大发展时代亦公司健康产业生态圈亦有望提供业绩增长新“引擎”。我们继续看好公司中长期发展前景。

**风险提示：**宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

## 行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PB				评级	
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	PB (MRQ) 2025E		
中国平安	4.80	5.75	7.02	7.69	0.95	0.90	0.85	0.80	0.94	推荐
中国太保	2.79	2.58	2.92	3.40	0.93	0.89	0.87	0.84	0.93	推荐

资料来源：公司公告、东兴证券研究

## 目 录

1. 行情回顾：板块跑平市场主要指数，但个股表现呈现较大分化 .....	5
2. 政策梳理：近年监管政策频繁出台，新会计准则落地令行业经营更加透明 .....	6
3. 人身险：险企改革加快推进&市场需求回暖，负债端复苏起势 .....	7
4. 财产险：综合成本率预计小幅上行，行业马太效应或更加显著 .....	10
5. 投资端：利率下行&权益市场波动，保险公司投资端面临一定压力 .....	13
6. 推荐标的——中国平安、中国太保 .....	15
6.1 中国平安：深蹲起跳，渠道改革成效加速显现 .....	15
6.2 中国太保——复苏加力，长航扬帆 .....	15
7. 风险提示 .....	16
相关报告汇总 .....	17

## 插图目录

图 1：截至 2023 年 6 月 21 日市场重点指数及保险行业走势 .....	5
图 2：截至 2023 年 6 月 21 日主要上市险企涨跌幅情况 .....	5
图 3：2020-2023 年 5 月单月人身险原保险保费收入情况 .....	8
图 4：2023 年 1-5 月上市险企人身险累计原保费收入同比情况（单位：%） .....	8
图 5：2010-2022 人身险公司个险营销人员数量（单位：万人） .....	9
图 6：2019H-2022 新华保险月人均综合产能情况 .....	9
图 7：2019H-2022 中国太保月人均首年保险业务收入 .....	9
图 8：2015-2023Q1 上市险企 NBV 增速情况 .....	10
图 9：2015-2022 平安寿险及健康险内含价值营运回报率情况 .....	10
图 10：2020-2023 年 5 月单月财产险原保险保费收入情况 .....	11
图 11：2023 年 1-5 月上市险企财产险原保费收入同比情况 .....	11
图 12：2023 年 1-5 月财产险非车险保费收入及同比情况 .....	11
图 13：2010-2023Q1 财产险公司各险种占比情况（单位：亿元） .....	12
图 14：2016-2022 上市产险公司赔付率情况 .....	12
图 15：2015-2022 上市产险公司费用率情况 .....	12
图 16：2016-2022 上市险企总投资收益率情况 .....	13
图 17：2016-2022 上市险企净投资收益率情况 .....	13
图 18：2016-2022 投资收益率假设变动对寿险公司内含价值的影响 .....	14
图 19：2019-2022 上市险企固收类投资资产占比情况 .....	14
图 20：2019-2022 上市险企权益类投资资产占比情况 .....	14

## 表格目录

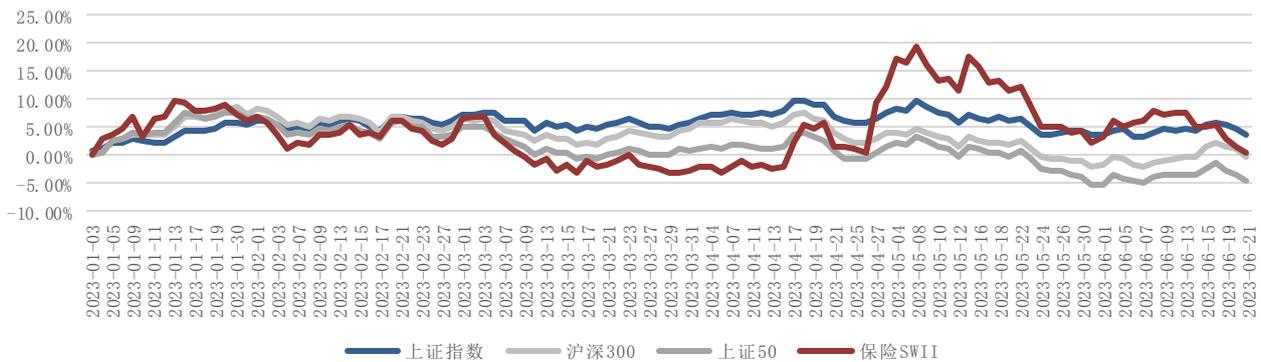
表 1：自 2022 年初以来保险行业相关政策发布不完全统计 .....	6
表 2：中国平安盈利预测（旧准则口径） .....	15

表 3： 中国太保盈利预测（旧准则口径） .....15

## 1. 行情回顾：板块跑平市场主要指数，但个股表现呈现较大分化

2023 年上半年，“后疫情时期”居民生活有序恢复和代理人展业常态化推动保险产品的供给和需求双升，持续提振产品销售。开门红阶段在各险企的充分准备之下，保费实现较快增长；二季度在 3.5% 预定利率产品的多渠道大力推动下，实现年内的第二波销售小高峰。负债端的显著改善和投资端的企稳回升令险企上半年业绩逐步修复，股价亦呈现缓慢修复态势。截至 2023 年 6 月 21 日，保险板块较年初上涨 0.59%，同期上证指数、沪深 300、上证 50 涨跌幅分别为 3.52%、-0.20%、-4.41%。保险板块表现和市场核心指数基本持平。

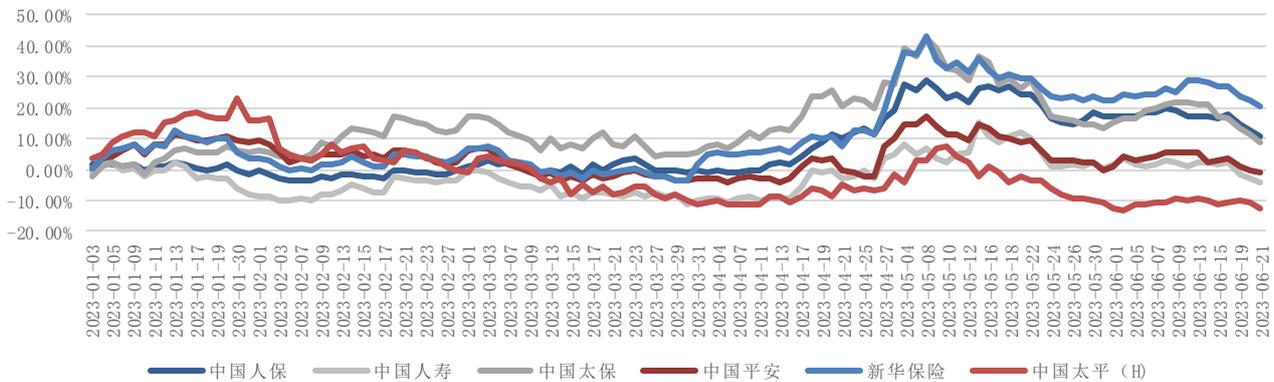
图1：截至 2023 年 6 月 21 日市场重点指数及保险行业走势



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

上半年板块个股表现分化，新华保险、中国太保、中国人保涨幅排名居前。得益于保费收入的稳健复苏和“中特估”行情下低估值保险标的的估值修复，新华保险、中国太保年内涨幅优于行业，截至 6 月 21 日分别上涨 20.41%、8.56%；得益于财产险收入稳定增长和人身险新业务的放量，中国人保上涨 10.54%；其他上市险企中，中国平安、中国人寿、中国太平（港股）同期分别下跌 0.77%、4.50%、12.71%。

图2：截至 2023 年 6 月 21 日主要上市险企涨跌幅情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 2. 政策梳理：近年监管政策频繁出台，新会计准则落地令行业经营更加透明

自 2021 年起，保险行业监管政策与改革措施频繁出台，涉及保险公司经营规范、销售行为、理赔管理等多个方面，多措并举促进行业可持续、健康发展。而行业当前最大的变化即为新保险准则和新金融工具准则的实施，新准则有望助力行业回归保障本源，实现高质量发展，但短期对行业经营、业务开展和资产配置等方面的影响不容小觑。

根据要求，上市保险公司从今年 1 月 1 日起，逐步实施 2017 年 3 月发布的《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》和 2020 年 12 月发布的《企业会计准则第 25 号——保险合同》，即新金融工具准则和新保险合同准则。新准则下，保险公司资产负债表和损益表中很多财务列项的名称、属性、确认逻辑均发生重大变化，在提升保险公司财务透明度的同时，部分统计指标波动性增大，短期对保险公司各经营层面提出了更严格的要求，但从长期视角则有利于保险公司稳健经营，回归主业，实现高质量发展。

表1：自 2022 年初以来保险行业相关政策发布不完全统计

日期	监管文件
2022-01-14	银保监会发布《银行保险机构关联交易管理办法》
2022-01-21	银保监会发布《保险公司非现场监管暂行办法》，明确非现场监管职责分工，规范非现场监管工作流程同时，银保监会正在抓紧研究制定财产保险公司、人身保险公司和再保险公司的风险监测和非现场监管评估指引
2022-01-26	银保监会印发《关于银行业保险业数字化转型的指导意见》
2022-02-21	银保监会发布《关于扩大专属商业养老保险试点范围的通知》
2022-02-24	银保监会发布《农业保险承保理赔管理办法》
2022-02-25	银保监会发布《关于扩大养老理财产品试点范围的通知》
2022-03-09	银保监会发布《保险公司非寿险业务准备金管理办法实施细则（1-7 号）》
2022-05-10	银保监会印发《关于规范和促进商业养老金融业务发展的通知》
2022-05-13	银保监会发布《保险资金委托投资管理办法》
2022-05-13	银保监会修订发布了《关于保险资金投资有关金融产品的通知》
2022-05-31	财政部、税务总局、银保监会发布《关于进一步明确商业健康保险个人所得税优惠政策适用保险产品范围的通知》
2022-06-02	银保监会发布《关于加强保险机构资金运用关联交易监管工作的通知》
2022-06-24	证监会就《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定（征求意见稿）》向社会公开征求意见
2022-07-19	银保监会起草了《保险销售行为管理办法（征求意见稿）》
2022-08-02	银保监会就《人身保险产品信息披露管理办法（征求意见稿）》公开征求意见
2022-08-05	银保监会修订发布《保险资产管理公司管理规定》
2022-08-09	银保监会办公厅下发《关于开展银行保险机构侵害个人信息权益乱象专项整治工作的通知》
2022-09-30	银保监会向各地银保监局及保险公司下发《关于促进保险公司参与个人养老金制度有关事项的通知（征求意见稿）》
2022-11-03	银保监会发布《关于进一步推动完善人身保险行业个人营销体制的意见（征求意见稿）》
2022-11-04	银保监会就《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法（征求意见稿）》公开征求意见

日期	监管文件
2022-11-04	证监会发布《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》，自公布之日起施行
2022-11-08	中国银保监会印发《财产保险灾害事故分级处置办法》
2022-11-17	中国银保监会发布《人身保险产品信息披露管理办法》
2022-11-22	中国银保监会发布《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》
2022-11-30	中国银保监会修订发布《银行保险机构公司治理监管评估办法》
2022-12-01	中国银保监会启动养老保险公司商业养老金业务试点
2022-12-30	中国银保监会发布《银行保险机构消费者权益保护管理办法》
2023-01-04	中国银保监会发布《一年期以上人身保险产品信息披露规则》
2023-01-09	中国银保监会发布《银行保险监管统计管理办法》
2023-01-12	中国银保监会发布《关于扩大商业车险自主定价系数浮动范围等有关事项的通知》
2023-01-30	中国银保监会发布《关于财产保险业积极开展风险减量服务的意见》
2023-03-31	中国银保监会发布《关于开展人寿保险与长期护理保险责任转换业务试点的通知》
2023-04-28	中国银保监会发布《农业保险精算规定（试行）》

资料来源：中国银保监会网站、iFinD、中国证监会、中国政府网，东兴证券研究所

从会计角度看，新准则较旧准则有几大重要变化。资产负债方面，以公允价值计量的资产类别增加，比例提升；同时，准备金折现率参考标准调整为即期利率，以反映市场利率实时情况，较之前 750 日移动平均这类“平滑”指标波动显著增加，资产负债重要列项受市场、利率等多因素影响加大，这就要求保险公司有更好的资产负债管理能力；损益方面，新准则要求保险公司必须分拆保险合同中可明确区分的投资成分和其他非保险服务成分，即保费收入将仅包含保险服务收入，符合监管强调的“保险姓保”主基调，鼓励保险公司回归保险主业，回归保障属性，令保险公司对自身产品结构和定位进行重新考量。总的来说，新准则的实施仍需保险公司从资产负债匹配、前端经营等多方面进行调整和适应，但将增强行业会计的透明性、一致性和可比性，在聚焦主业的同时降低经营风险，有利于国内保险市场的健康发展。

个人养老金、商业养老金制度的相继落地将成为保险产品拼图的有效补充。个人养老金新政的落地对险企第三方资产管理业务构成直接利好，进一步做大业务基本盘。同时，通过前期的政策宣传和保险、银行及各类第三方机构的协同推动，养老金宣传效果已充分显现，或有效推升居民对险企及各类保险产品的认知度和认同感，在推动养老金销售的同时带动其他险种的协同销售，进而实现“扩面扩量”的效果。

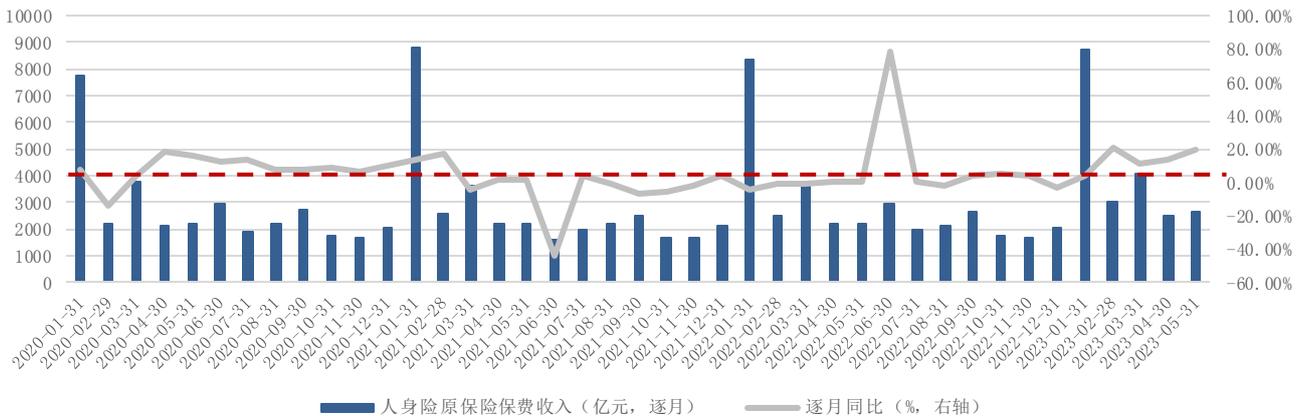
从当前险企经营状况看，推动保险回归主业、回归保障功能仍需多方面的共同努力，故我们预计未来一段时期保险行业监管仍将处于较高水平。虽然行业监管趋严必将带来阵痛，但长远来看有助于引导行业高质量发展，提升行业经营水平，铸就更高的自身价值。而对于险企业绩层面而言，监管政策仍是中期重要影响因素，需要持续重点关注。

### 3. 人身险：险企改革加快推进&市场需求回暖，负债端复苏起势

“后疫情时期”险企展业逐步恢复，寿险销售规模稳健增长。年初以来，居民生活有序恢复和代理人线下渠道展业日趋常态化，带动寿险产品的需求端和供给端双升，叠加寿险公司改革阻力下降&积累增加，逐步从量变向质变转化，成效愈发显现，保险增速较 2022 年同期显著提升。同时，在消费者个性化保险需求的推动下，险企加大在客户精准画像、产品设计方面的资源投入，配合金融科技平台建设提速的加持，保险产品

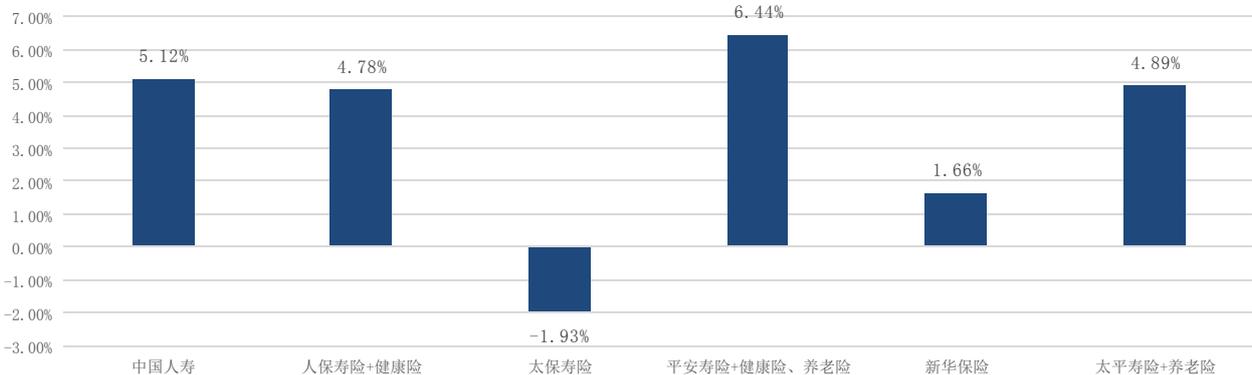
趋于高度精细化和个性化，更为契合消费者需求，进而持续提振保险销售和多业务协同，未来有望达到一个更高的“稳态”；此外，近期银行存款利率下行、理财产品收益率走低，券商也调降客户保证金利率，相较之下当前 3.5% 预定利率的保险产品优势更为突出，而保险多渠道及银行渠道、第三方渠道的协同发力，推动储蓄型产品形成年内第二波销售“小高峰”，居民侧保险覆盖面有望持续扩大。根据金监总局公布的数据，截至 2023 年 1-5 月人身险公司原保费累计收入 21,039.54 亿元，同比增长 10.78%；其中 2-5 月单月新增原保费收入均实现两位数同比增长，分别为 20.74%、11.71%、13.82%、20.08%。

图3：2020-2023 年 5 月单月人身险原保险保费收入情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

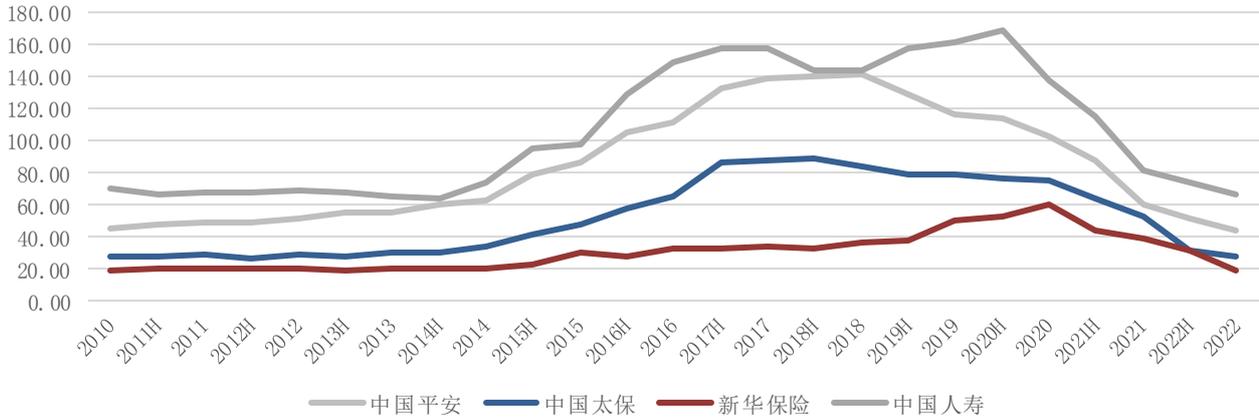
图4：2023 年 1-5 月上市险企人身险累计原保费收入同比情况（单位：%）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**代理人规模降幅趋缓、质态持续提升。**伴随着保险行业的发展，“人海战术”的传统销售模式难以为继，上市险企纷纷加快代理人渠道改革，淘汰低产能人力，提升队伍质态，实现渠道高质量发展；同时严把入口关，提升新人的招聘门槛，进而从招募、培养、考核、赋能等多个角度，多措并举提升代理人效能，打造优质队伍。当前，各大险企改革成效逐步显现，主动清虚和疫情造成的被动减员规模均显著下降，代理人规模降幅趋缓（部分险企触底回升）、队伍结构明显优化、人均产能不同程度提升。我们认为，代理人队伍规模企稳是寿险个险渠道销售复苏，打赢增长“攻坚战”，扭转行业近年经营颓势的基本条件；同时，代理人队伍质态提升&结构优化亦是内资寿险公司应对市场需求变革和友邦等成熟外资险企冲击的“法宝”。

图5：2010-2022 人身险公司个险营销人员数量（单位：万人）



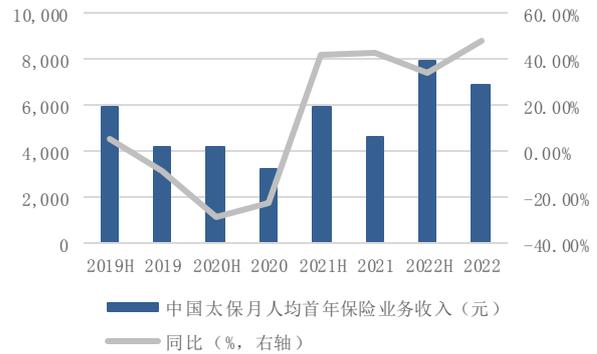
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图6：2019H-2022 新华保险月人均综合产能情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

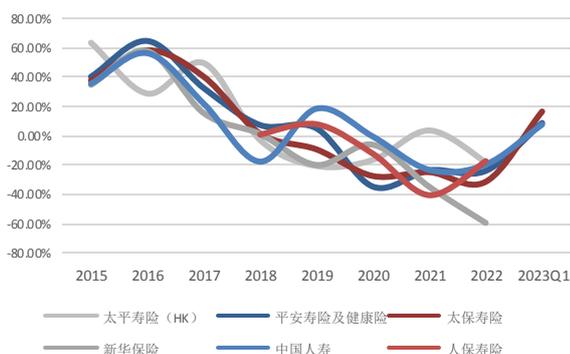
图7：2019H-2022 中国太保月人均首年保险业务收入



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

随着下半年险企销售重心向保障型产品回归，全年价值增速有望优于上半年。得益于开门红阶段的充分准备以及上半年国内利率环境和存款类产品的收益率调整进度，储蓄型保险产品相对优势更为突出，市场需求旺盛。其中，2023 年一季度寿险公司新业务价值显著复苏，平安寿险及健康险、太保寿险、中国人寿三家 NBV 增速分别为 8.80%、16.60%、7.70%。二季度“炒停售”引发的多渠道全面推动又带动了储蓄型产品年内的“第二波增长”。但从收入和价值平衡角度看，上半年保费收入增速大概率高于新业务价值增速，内含价值和估值的天花板并未被有效打破。但在下半年经济加快复苏预期下，居民资产负债表修复有望带动高价值保障类产品需求的恢复，叠加代理人规模企稳、质态提升，年内新业务价值有望较上半年更快增长。但需求恢复程度仍大概率较 2016-2019 年低，保险板块投资周期拉长是大概率事件。

图8：2015-2023Q1 上市险企 NBV 增速情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图9：2015-2022 平安寿险及健康险内含价值营运回报率情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

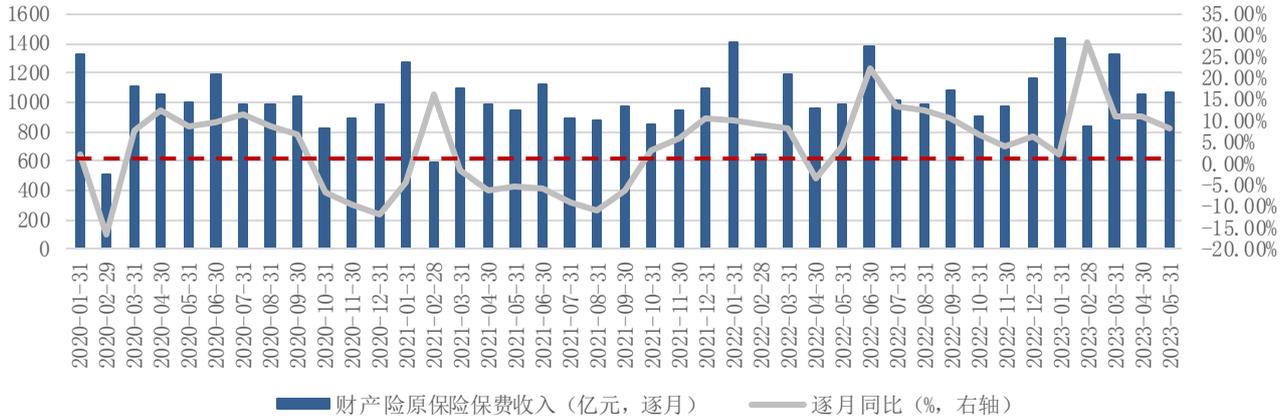
“医康养”全方位布局持续推进，“保险+”模式高效赋能主业、提升价值。在当前寿险改革中，“保险+大健康+养老”模式成为上市险企着力探索的获客留客模式。险企着力布局医康养产业，利用医疗、养老等附加服务赋能保险主业，使保险服务更加多元，实现引流、增强客户黏性、提升续保和加保，进而提升保险产品附加值，满足国内人口老龄化趋势带来的医疗、健康、养老需求和国内不同收入、不同年龄段的保险保障需求，加快拓展业务覆盖面，探索增长点。

从中期角度看，受财富积累带来的大类资产配置需求变化、政策对保险发挥保障功能的支持力度保持高位等因素影响，居民对能满足保障、资产保值增值等多类型需求的保险产品的认可度有望持续提升；同时，保险产品定位趋于高度精细化和个性化，保险产品的“消费属性”有望显著增强。而个人养老金、商业养老金业务的相继落地将成为保险产品拼图的有效补充。预计伴随居民需求的有效释放，当前行业基本面改善有望延续，进而使板块估值修复成为中期主题。

#### 4. 财产险：综合成本率预计小幅上行，行业马太效应或更加显著

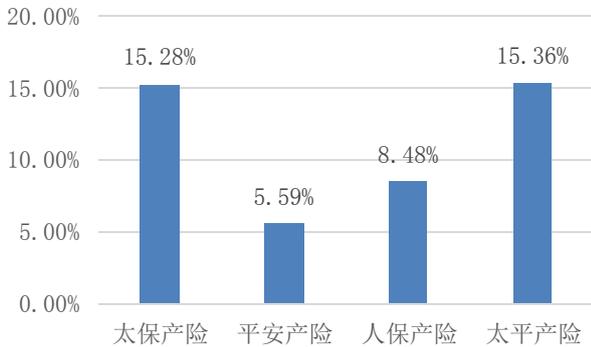
整体上看，上半年财产险保费稳健增长。上半年在宏观经济复苏，疫情消退后出行需求增加的背景下，居民新车购买意愿上升；但与此同时汽车降价促销力度加大，多轮降价令居民观望意愿上升，汽车购置热潮并未如期降临，此消彼长下车险增速保持基本平稳。年初在经济快速复苏预期下，信用保证险等险种规模快速增长，但随着信用风险显现，预期从高位下降，相关险种增速快速回落。此外，在大力推动经济全面复苏的背景下，农险、企财险、政府类业务较快增长，健康险业务需求亦随居民日常生活恢复而提升，非车业务整体呈现稳健较快扩张势头。2023年1-5月，产险保费稳健增长，单月产险原保险保费收入增速分别为2.29%、28.32%、11.15%、11.02%、8.28%，分险种统计，车险、责任险、农险、健康险累计原保费收入分别同比增长5.79%、14.90%、27.17%、13.94%。

图10：2020-2023 年 5 月单月财产险原保险保费收入情况



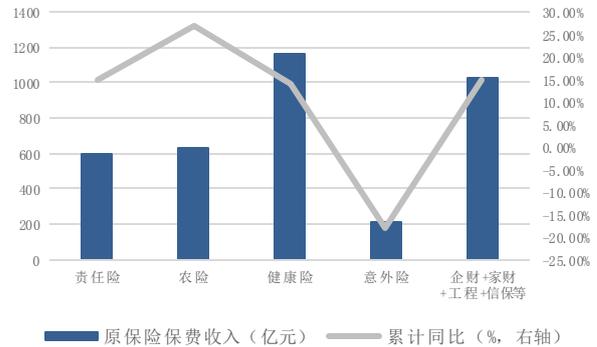
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图11：2023 年 1-5 月上市险企财产险原保费收入同比情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

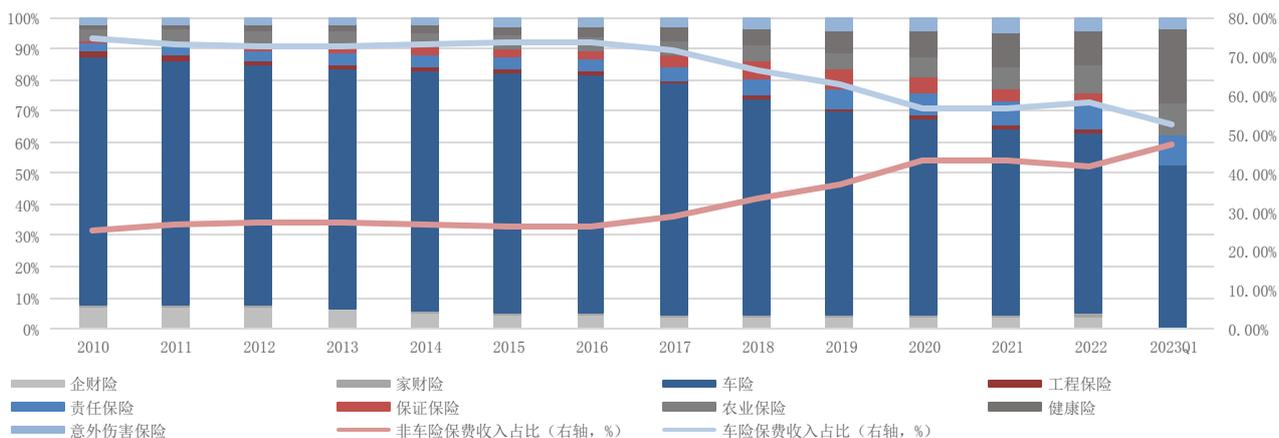
图12：2023 年 1-5 月财产险非车险保费收入及同比情况



资料来源：iFinD、国家金融监督管理总局，东兴证券研究所

**财产险业务向非车倾斜，多元化发展是长期趋势。**根据国家金融监督管理总局数据，截至 2023 年一季度，行业车险保费收入为 2086.81 亿元，占财产险总保费收入的 52.52%，而非车险占比持续提升，达到 47.48%。我国机动车总保有量增速放缓趋势短期内难以得到根本扭转，多元化产品策略将为产险公司打开新的业务发展空间。同时，在有效的定价策略和成本控制下，商业性农险、意外险、健康险等政策支持、需求旺盛、承保利润增长空间较大的非车险种有望持续加大贡献。

图13：2010-2023Q1 财产保险公司各险种结构情况



资料来源：国家金融监督管理总局网站，东兴证券研究所

\*2023Q1 产险结构数据仅包含车险、责任保险、保证保险、农业保险、健康险和意外伤害保险五种分类。左轴显示各险种保费占比情况，右轴显示为车险、非车险保费占比对比。

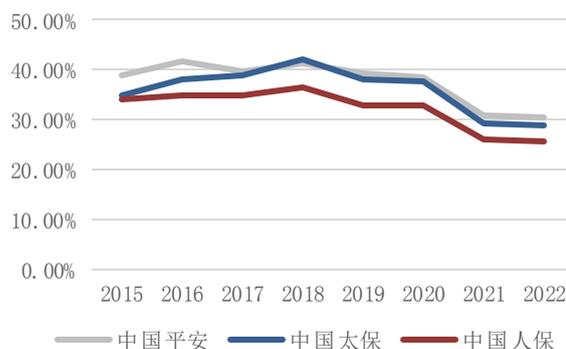
当前产险公司的核心竞争力主要体现在产品设计和定价、成本控制和业务结构上。产品设计和定价方面，头部险企目前仍具优势，精算团队和产品团队在新产品研发、个性化定制等方面具备较强竞争力，AI 等科技要素的投入也成为获客留客的重要法宝，但中小险企的低价策略加大了头部险企在部分细分市场的获客难度；成本控制方面，自 2020 年 9 月正式启动以来，我国车险综改实施两年有余，综改边际影响有所弱化，产险行业赔付率抬升、费用率下降的空间已逐步收窄，综合成本率绝对量及结构已进入“新稳态”，当前头部险企仍握有规模效应下理赔效率、人员和定损能力优势，成本控制能力较强，盈利能力仍具优势；业务结构方面，头部险企相对全面的业务布局，多层次的人才队伍建设和资金、资源等优势令其更有能力开启业务转型进程，应对宏观经济环境和信用环境变化、突发外部事件冲击能力较强，能更快开展业务转型和结构调整，其全球化和长期战略亦对业务结构优化产生正向影响。

图14：2016-2022 上市产险公司赔付率情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图15：2015-2022 上市产险公司费用率情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

从成本结构上看，年初以来居民出行活动恢复，预计全年赔付率上行趋势确定，但费用率下行难度加大&空间有限，整体成本压力或小幅提升。根据 2022 年年报，平安财险、太保财险和中国人保财险赔付率分别为 69.90%、

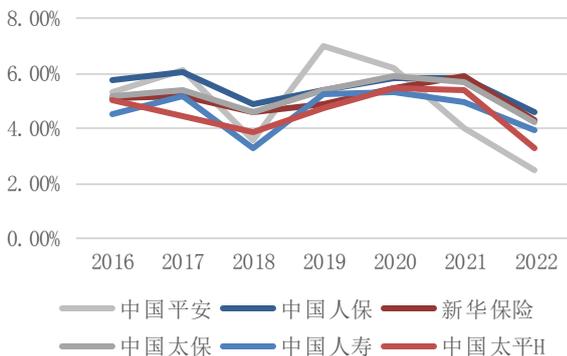
68.50%和 71.80%，其中平安同比上升 2.90 个百分点，太保、人保同比下降 1.10 和 1.80 个百分点，疫情在影响出行的同时一定程度上降低了赔付率。2023 年年初以来居民出行活动恢复，车险赔付率上行趋势显现；同时，随着险企业务逐步恢复，部分展业费用（如人员招募&留存，线下推广等）相应回升，亦会拉动费用率的上升。此外，年内信用环境、自然灾害等影响赔付的重要因素仍存在较大的不确定性，年内险企综合成本率或小幅提升。

总体来看，当前财产险行业竞争格局优化，龙头公司竞争优势更为突出、市占率逐步提升。在政策引导下，产险行业实现渠道端竞争优化，大型险企仍握有规模效应下的定价及渠道优势，成本控制能力较强；同时，大型险企的业务结构更为多元，对于新兴险种，如新能源车险，大型险企也可以利用自身规模优势较快掌握市场定价权，实现在新产品市场竞争中产品销售的量价齐升。

## 5. 投资端：利率下行&权益市场波动，保险公司投资端面临一定压力

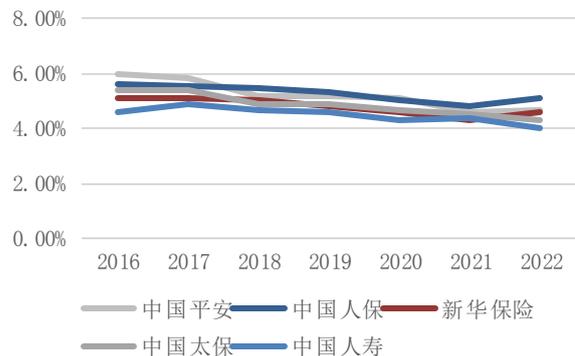
在新会计准则和新金融工具准则实施的背景下，叠加保险主业规模增长效应减弱，价值、盈利增长放缓，投资端表现对险企盈利、分红及估值的影响愈发显现，重要性快速上升。我们看到，自疫情以来，国内信用环境和利率环境的变化不可避免的令资产荒现状加剧，险企在投资资产选择方面的难度显著提升。同时，在内外多重因素扰动下，近年权益市场持续低迷、固定收益市场波动加剧，亦加大了险企投资收益的波动，特别是总投资收益和综合投资收益这两项指标。当前，在负债利率相对刚性的情况下，险企面临的利差损风险加大，致使内含价值增长的不确定性亦有所上升。

图 16：2016-2022 上市险企总投资收益率情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

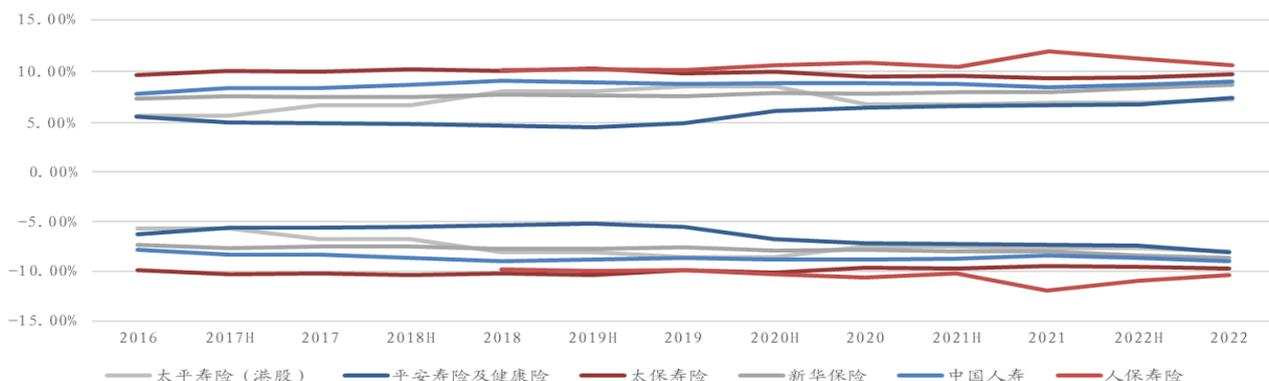
图 17：2016-2022 上市险企净投资收益率情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

根据 6 家上市险企（5 家 A 股+1 家港股）2016-2022 年的数据测算，投资收益率假设增加或减少 50 基点对寿险内含价值的影响呈扩大趋势，其中太平寿险、平安寿险及健康险、新华保险、人保寿险的变动浮动较基期（2016 年，人保寿险为 2018 年）最大变动幅度超 1%。

图18：2016-2022 投资收益率假设变动对寿险公司内含价值的影响

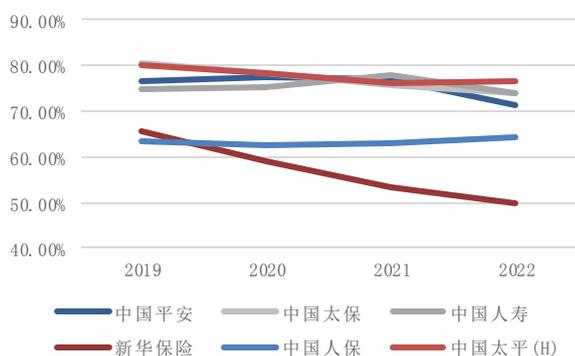


注：其中太平寿险、平安寿险及健康险数据包含风险贴现率变动情况

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

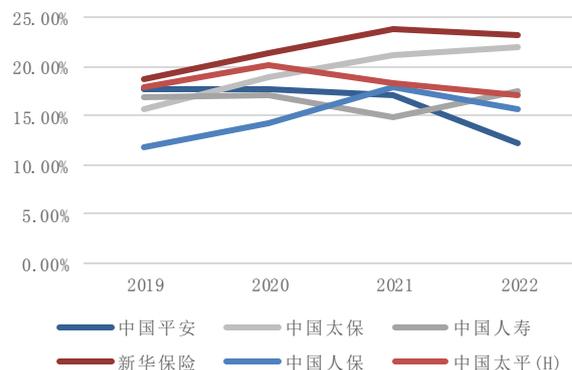
从 2019 年-2022 年的定期报告中可以看到，上市险企固定收益类投资资产占比下降趋势明显，权益类资产占比波动向上，此消彼长下险企投资方面变化趋势昭然。2022 年，除中国人保外其他上市险企固定收益类资产配置比例较 2019 年均有所下降，其中降幅最大的是新华保险，下降了 15.60 个百分点；除中国平安、中国太平（港股）外其他上市险企权益类资产配置比例较 2019 年均有所上升，幅度最大的中国太保上升了 6.31 个百分点。利率下行趋势下，固收类资产的配置难度加大且收益率优势收窄，考虑到资产负债久期匹配的原则和非标资产配置比例下降趋势难以逆转，权益类资产占比波动上升是大概率事件。但权益类资产比例上升大概率会加大利润波动，如何匹配收益和风险成为险企需要重点关注的问题。

图19：2019-2022 上市险企固收类投资资产占比情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图20：2019-2022 上市险企权益类投资资产占比情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

我们认为，在当前趋势下，未来投资端表现仍是影响保险公司投资价值的重要因素。下半年国内经济复苏、内外部需求变化、利率变化趋势等核心因素仍面临较大不确定性，财政政策和货币政策仍有一定可调节空间，权益市场和固定收益市场或将延续波动。同时，新准则下险企投资资产结构的调整仍将持续。但 2022 年以来险企面临的房地产投资等风险因素在逐步释放，资产分红率亦有稳中有升，净投资收益率有望率先企稳。整体上看，在险企自身资产配置结构的不断优化和风控能力持续提升的大趋势下，预计下半年保险公司投资收益率大概率将略优于上半年。同时，在储蓄类产品预定利率即将下行的背景下，险企利差损风险有望降低，内含价值望加速回升，投资端的改善将带动险企在利润和价值层面稳步复苏。

## 6. 推荐标的——中国平安、中国太保

### 6.1 中国平安：深蹲起跳，渠道改革成效加速显现

通过三年渠道改革，公司代理人队伍素质和产能得到有效提升，核心代理人队伍不断壮大，代理人结构更为优化，有望在与国内同业和友邦等外资机构的竞争中处于有利地位。同时，依托平安银行优质客户资源和集团内高效协同，公司有望在银保这一高增长赛道中占据优势地位，构建负债端第二增长极。此外，在金融科技高效赋能和康养产业链的政策支持下，配合对北大医疗集团的收购，公司的大健康平台发展已较为完备，公司核心优势有望得到长期充分发挥。虽然新进资源整合需要一定时间，但整合后有望实现“1+1>2”的效果。整体上看，我们仍看好公司作为国内保险龙头，在行业马太效应下的长期投资价值。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1051.99 亿元、1283.69 亿元、1405.91 亿元，维持“推荐”评级。

表2：中国平安盈利预测（旧准则口径）

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	11804.44	11105.68	12090.81	13278.02	14132.28
增长率（%）	-3.11%	-5.92%	8.87%	9.82%	6.43%
归母净利润（亿元）	1016.18	837.74	1051.99	1283.69	1405.91
增长率（%）	-28.99%	-17.56%	25.57%	22.03%	9.52%
净资产收益率（%）	13.00%	10.10%	11.94%	13.78%	14.21%
每股收益(元)	5.77	4.80	5.75	7.02	7.69
PE	8.04	9.75	7.76	6.36	5.81
PB	1.01	0.95	0.90	0.85	0.80

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

风险提示：收购整合北大医疗成效不及预期风险、个人及商业养老政策推进速度不及预期风险、宏观经济下行风险、其他政策风险、市场风险、流动性风险。

### 6.2 中国太保——复苏加力，长航扬帆

公司 2022 年全年经营历经多重考验，但全年业绩仍有颇多亮点。我们认为，随着疫情的冲击逐步消退，代理人展业恢复正常，寿险“长航行动”的成效有望加速显现。国内经济复苏将带动居民可支配收入增速的回升，各类保险需求亦有望同步增长，2023 年公司代理人渠道和银保渠道有望共赢发展良机。同时，产险的稳定高速增长有望在 2023 年得到延续，成为负债端的“压舱石”和“发动机”。此外，公司通过打造康养产业链，构建健康产业生态圈的发展范式，有望在商业养老险大发展时代为公司提供业绩增长新“引擎”。总的来看，2023 年公司经营大有可为，我们看好公司长期前景。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 280.09 亿元、323.74 亿元和 339.61 亿元，维持“推荐”评级。

表3：中国太保盈利预测（旧准则口径）

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	4221.82	4406.43	4546.00	4974.49	5581.07

增长率 (%)	9.52%	4.37%	3.17%	9.43%	12.19%
归母净利润 (亿元)	245.84	268.34	248.08	281.05	327.37
增长率 (%)	-11.38%	9.15%	-7.55%	13.29%	16.48%
净资产收益率 (%)	12.60%	12.20%	10.67%	11.70%	13.22%
每股收益(元)	2.63	2.79	2.58	2.92	3.40
PE	8.60	7.88	8.53	7.53	6.46
PB	0.98	0.93	0.89	0.87	0.84

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

风险提示：康养产业建设不及预期风险、渠道改革不及预期风险、个人及商业养老政策推进速度不及预期风险、宏观经济下行风险、其他政策风险、市场风险、流动性风险。

## 7. 风险提示

宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	非银行金融行业跟踪：北交所与港交所签署合作谅解备忘录，互联互通望再进一步	2023-07-03
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：深化债券注册制改革指导意见出台，直接融资体系日臻完善	2023-06-27
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：成交量重回万亿，继续关注证券板块	2023-06-20
行业普通报告	证券行业：基金投顾业务转常规，券商财富管理再下一城——证监会就《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》公开征求意见点评	2023-06-13
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：政策层面或可有更多期待，继续关注证券板块	2023-06-12
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：市场交易显著回暖，建议关注证券板块	2023-06-05
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：板块已调整三周，当前时点更宜乐观	2023-05-29
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：成交额加速回落，建议继续关注低估值高股息保险标的	2023-05-23
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：流动性短期承压，非银板块表现或现分化	2023-05-15
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：“中特估”行情中，建议继续关注高股息低估值的保险板块	2023-05-08

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，七年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015 年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016 年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015 年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016 年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

### 高鑫

经济学硕士，2019 年加入东兴证券。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：010-66554070

传真：010-66554008

电话：021-25102800

传真：021-25102881

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526