

## 保险行业点评报告

# 防范保险集团“大而不能倒”，产寿险子公司资本水平不受影响

增持（维持）

2022 年 07 月 11 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

研究助理 方一字

执业证书：S0600121060043

fanggy@dwzq.com.cn

**事件：**2022 年 7 月 8 日，央行会同银保监会起草《系统重要性保险公司评估办法（征求意见稿）》，以为完善我国系统重要性金融机构监管框架，建立系统重要性保险公司评估与识别机制。

### 投资要点

■ **出台原因**在于我国保险行业资产规模大、集中度相对高、复杂性高、跨业经营特征显著。在背景介绍中，央行提出三点原因：1）我国保险业规模大，稳居世界第二大体量；2）集中度高，2021 年我国财险总资产 CR3 达 55.6%；寿险总资产 CR3 达 47.4%；3）复杂性高、跨业经营特征显著，主要体现在“承保业务”和“投资业务”双轮驱动，与金融体系的关联度较高。《征求意见稿》的发布是为了明确我国系统重要性保险公司的评估方法、评估流程和门槛标准，为确定系统重要性保险公司名单提供指导和依据，将主要保险公司纳入宏观审慎管理和金融业综合统计，更好地维护金融稳定。

■ **评估范围和阈值确认。**参评范围包括：1）年度合并资产负债表期末资产合计在所有保险公司中排名前 10 位；2）曾于上一年度被评为系统重要性保险公司。我们根据 2021 年年度财务数据估计，我们预计入选系统重要性保险机构（总资产排名前十）分别为中国平安（集团）、中国人寿（集团）、中国太保（集团）、中国人保（集团）、泰康保险（集团）、大家保险（集团）、中国太平（集团）、新华人寿、华夏保险（集团）和富德生命保险控股（集团）。根据《征求意见稿》要求，每个指标根据每个入选公司在参评公司整体占比乘以权重加总，最后基点得分超过 10% 的保险公司被纳入系统重要性保险公司初步名单。我们预计中国平安（集团）、中国人寿（集团）、中国太保（集团）、中国人保（集团）大概率将会入选系统重要性保险机构。

■ **指标范围包括四大类指标：规模类、关联度类、资产变现类和可替代性。**规模类指标（权重 20%）包括：总资产、总收入，表征入选机构的资产体量；关联度类指标（权重 30%）：金融机构间资产、金融机构间负债、受第三方委托管理的资产、非保险附属机构资产，表征入选机构的风险交叉关联度；资产变现类指标（权重 30%）包括：短期融资、资金运用复杂性、第三层次资产，表征入选机构的资产流动性和穿透复杂程度；可替代性指标（权重 20%）包括：分支机构数量和投保人数量、赔付金额、特定业务保费收入，表征入选机构的社会影响力。

■ **我们预计对集团整体偿付能力有轻微影响，对具体保险业务开展影响有限。**一方面，根据规定，两家或两家以上保险公司组成保险集团公司的，以保险集团公司作为参评主体，头部公司具体产寿险子公司预计不会受到资本约束；另一方面，2013 年中国平安集团就成为发展中国家及新兴保险市场中唯一入选的保险机构，系统重要性保险机构的附加资本占比为有限。同时，系统重要性保险公司的设立有望提升品牌效应、公司治理水平和国际影响力。

■ **投资建议：**《系统重要性保险公司评估办法（征求意见稿）》，以完善我国系统重要性金融机构监管框架，建立系统重要性保险公司评估与识别机制。我们认为监管目标在于防范保险集团“大而不能倒”，产寿险子公司资本水平不受影响。财险 α 进行时：数星星不如数月亮，紧握景气度持续改善的财险板块；寿险 β 甜蜜期：新单孱弱已 Price-in，头部险企转型成效初显。个股推荐顺序：中国财险、中国平安、中国太保。

■ **风险提示：**系统重要性保险机构最低资本要求规模占比超预期，保险集团资本补充债发行不畅。

### 行业走势



### 相关研究

《保险 2022 年中期策略——寿险曙光初破晓，财险乘风春意闹》

2022-07-10

《车险综改回顾与展望：阶段改革目标达成，龙头乘风彰显底蕴》

2022-07-04

《交强险专题研究：红海市场新挑战，头部险企显韧性》

2022-06-30

表1: 系统重要性保险公司一级评估指标及权重

| 一级指标        | 定量指标                                                   | 权重    | 意义                  |
|-------------|--------------------------------------------------------|-------|---------------------|
| 规模类 (20%)   | 总资产                                                    | 10.0% | 表征入选机构的资产体量         |
|             | 总收入                                                    | 10.0% |                     |
| 关联度类 (30%)  | 金融机构间资产                                                | 7.5%  | 表征入选机构的风险交叉关联度      |
|             | 金融机构间负债                                                | 7.5%  |                     |
|             | 受第三方委托管理的资产                                            | 7.5%  |                     |
|             | 非保险附属机构资产                                              | 7.5%  |                     |
| 资产变现类 (30%) | 短期融资                                                   | 10.0% | 表征入选机构的资产流动性和穿透复杂程度 |
|             | 资金运用复杂性                                                | 10.0% |                     |
|             | 第三层次资产                                                 | 10.0% |                     |
| 可替代性 (20%)  | 分支机构数量和投保人数量                                           | 6.7%  | 表征入选机构的社会影响力        |
|             | 赔付金额                                                   | 6.7%  |                     |
|             | 特定业务保费收入<br>(农险、巨灾险、大病保险、出口信用保证保险、航天航空保险、航海保险、电力、核保险等) | 6.7%  |                     |

数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

表2: 2021 年末总资产排名前十的保险公司

| 保险公司 | 总资产 (亿元) | 备注     |
|------|----------|--------|
| 平安集团 | 101,420  |        |
| 国寿集团 | 57,365   |        |
| 太保集团 | 19,462   |        |
| 人保集团 | 13,764   |        |
| 泰康集团 | 13,298   |        |
| 大家保险 | 12,000   | 2020 年 |
| 太平集团 | 11,287   |        |
| 新华保险 | 11,277   |        |
| 华夏保险 | 5,863    | 2019 年 |
| 富德控股 | >5,300   |        |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表3: 上市险企估值表 (以 2022 年 7 月 8 日股价计)

| 代码        | EVPS | 最新收盘价 | 2021A | 2022E        | 2023E | 2024E  | P/EV | 2021A | 2022E        | 2023E | 2024E |
|-----------|------|-------|-------|--------------|-------|--------|------|-------|--------------|-------|-------|
| 601318.SH | 中国平安 | 45.82 | 76.34 | <b>82.44</b> | 89.07 | 95.07  | 中国平安 | 0.60  | <b>0.56</b>  | 0.51  | 0.48  |
| 601628.SH | 中国人寿 | 30.25 | 42.56 | <b>46.71</b> | 51.47 | 56.43  | 中国人寿 | 0.71  | <b>0.65</b>  | 0.59  | 0.54  |
| 601601.SH | 中国太保 | 22.88 | 51.80 | <b>56.58</b> | 63.40 | 69.26  | 中国太保 | 0.44  | <b>0.40</b>  | 0.36  | 0.33  |
| 601336.SH | 新华保险 | 31.17 | 82.96 | <b>88.68</b> | 97.70 | 107.39 | 新华保险 | 0.38  | <b>0.35</b>  | 0.32  | 0.29  |
| 代码        | EPS  | 最新收盘价 | 2021A | 2022E        | 2023E | 2024E  | P/E  | 2021A | 2022E        | 2023E | 2024E |
| 601318.SH | 中国平安 | 45.82 | 5.56  | <b>7.81</b>  | 8.62  | 9.40   | 中国平安 | 8.24  | <b>5.86</b>  | 5.31  | 4.87  |
| 601628.SH | 中国人寿 | 30.25 | 1.80  | <b>1.41</b>  | 1.96  | 2.14   | 中国人寿 | 16.79 | <b>21.49</b> | 15.40 | 14.10 |
| 601601.SH | 中国太保 | 22.88 | 2.79  | <b>2.34</b>  | 3.32  | 3.69   | 中国太保 | 8.20  | <b>9.77</b>  | 6.89  | 6.20  |
| 601336.SH | 新华保险 | 31.17 | 4.79  | <b>3.81</b>  | 5.72  | 6.08   | 新华保险 | 6.51  | <b>8.17</b>  | 5.45  | 5.12  |
| 代码        | BVPS | 最新收盘价 | 2021A | 2022E        | 2023E | 2024E  | P/B  | 2021A | 2022E        | 2023E | 2024E |
| 601318.SH | 中国平安 | 45.82 | 44.44 | <b>48.78</b> | 54.05 | 59.86  | 中国平安 | 1.03  | <b>0.94</b>  | 0.85  | 0.77  |
| 601628.SH | 中国人寿 | 30.25 | 16.93 | <b>17.82</b> | 19.41 | 21.00  | 中国人寿 | 1.79  | <b>1.70</b>  | 1.56  | 1.44  |
| 601601.SH | 中国太保 | 22.88 | 23.57 | <b>25.06</b> | 27.63 | 30.16  | 中国太保 | 0.97  | <b>0.91</b>  | 0.83  | 0.76  |
| 601336.SH | 新华保险 | 31.17 | 34.77 | <b>37.58</b> | 42.63 | 47.52  | 新华保险 | 0.90  | <b>0.83</b>  | 0.73  | 0.66  |
| 代码        | BVPS | 最新收盘价 | 2021A | 2022E        | 2023E | 2024E  | P/B  | 2021A | 2022E        | 2023E | 2024E |
| 2328.HK   | 中国财险 | 8.29  | 9.12  | <b>9.88</b>  | 10.83 | 11.84  | 中国财险 | 0.78  | <b>0.72</b>  | 0.65  | 0.60  |

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=0.8542 元人民币汇率计算, 数据更新至 2022 年 7 月 8 日

## 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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>