

寿险边际改善，财险景气上行

——上市险企 1H22 中报综述

核心观点

- **整体表现：利润显著承压，EV 动能减弱。** 1) 利润方面，1H22 权益市场波动导致投资收益不及预期，平安、人保净利润仅实现小幅增长，而其他险企均呈现大幅下滑；折现率下行推动准备金新增计提，对税前利润负面影响约 3%-69%；此外，新业务低迷拖累剩余边际增长，未来利润释放或存一定压力。2) 价值方面，EV 增长动能减弱，同比增速均为 10%-，较年初增速也均为 4%-，新业务价值贡献度降低，期初 EV 预期回报拉动效应减弱，投资经验负偏差拖累明显。3) 偿付能力方面，调整后的综合偿付能力充足率变动分化，但核心偿付能力充足率均大幅下降，较去年末降幅区间为 50pp-100pp，但仍显著高于 50%的监管要求，偿付能力可观。
- **人身险：NBV 延续负增长，队伍产能提升初显成效。** 1) 产品：总保费增速表现分化，个险渠道仍为主要贡献点，占比在 80%左右；疫情冲击下新单销售乏力，但二季度边际改善显著；收入波动性加剧导致居民储蓄意愿增强，银保渠道和增额终身寿为对冲个险渠道与保障产品销售承压的有力增长点，不过需注意的是，结构调整也导致 Margin 下滑，进而使得 NBV 延续负增长态势；此外，居民已逐步适应现阶段的社会生产生活秩序，13 个月继续率小幅提升，退保率也有所改善。2) 人力：疫情冲击下队伍持续收缩，上市险企较年初下滑约 9%~40%区间，但观察到队伍规模已呈现企稳态势，未来若在稳定队伍规模的平台上持续推动产能爬升，进而稳定代理人收入与留存率，则有望步入较为可观的高质量发展轨道。
- **财产险：二季度增速放缓，COR 表现分化。** 1) 车险：疫情影响新车销量，二季度迎短期向下压力，但上市险企均超行业 6.2%的平均增速，马太效应深化；综改引导费用率下滑，疫情下出行频次降低改善赔付率；预计下半年随着汽车消费刺激政策的逐步出台与落地，车险保费有望持续回暖，对市场展望较为乐观。2) 非车险：占比持续提升，业务结构优化，其中意健险、农险与责任险作为三大支柱增长动能强劲；农险、企财险维持承保盈利，意健险围绕盈亏平衡波动，平安凭借综合金融与医疗生态圈的协同效应表现更优，疫情导致责任险赔付增加，进而推动 COR 走高，信用保证险 COR 表现大幅分化，仍需关注后疫情时代的风险管控与业务推进。
- **投资端：TII 下滑明显，NII 相对稳健。** 受俄乌冲突等海外市场影响，及内地疫情多点散发拖累经济发展的制约，资本市场波动剧烈，总投资收益率下滑明显，同比降幅为 0.4-2.3pp；市场利率区间震荡中小幅上行，净投资收益率保持相对稳定。

投资建议与投资标的

- 1) Q2 寿险新单保费降幅收窄，推动 NBV 持续改善，在增额终身寿助力下缓解新单压力。代理人规模环比降幅大幅改善，产能提升已初显成效，预计全年能实现规模企稳，期待在此基础上的产能提升。9 月后开门红陆续推进，对最高演示利率的限制有望迎来停售潮，关注开门红超预期增长带来的投资机会。2) 疫情影响下二季度财险保费有所拖累，但各地刺激汽车消费政策已带来 6-7 月的边际改善，经济环境修复也有望压降保证险 COR，对财险品质仍较乐观。3) 近期板块迎阶段性行情，主要是其防守属性和低估值因素所推动，目前板块 0.3-0.4x 的 PEV 估值具有较强的吸引力。
- 因此，我们维持行业看好评级，两条逻辑主线关注保险板块投资机遇。第一，寿险基本面相对改善、价值表现预期好转，建议关注中国平安(601318，买入)和友邦保险(01299，买入)的 α 机会；第二，车险量质齐升逻辑夯实，非车险增长空间可观，建议关注财险马太效应强化下的行业配置机遇。

风险提示

- 新单销售不及预期，长端利率下行，权益市场波动，股权投资计提减值风险，车险综合改革进展不及预期，政策风险。

行业评级 **看好 (维持)**

国家/地区 **中国**
行业 **保险行业**
报告发布日期 **2022 年 09 月 08 日**



证券分析师

陶圣禹 021-63325888*1818
taoshengyu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521070002
香港证监会牌照：BQK280

唐子佩 021-63325888*6083
tangzipei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514060001
香港证监会牌照：BPU409

相关报告

寿险 Q2 边际改善，财险 6 月快速回暖：—— 2022-07-17
——上市险企 1H22 保费点评

惠民保再思考：普惠、共赢与可持续：—— 2022-07-17
——惠民保专题深度报告

D-SII 征求意见，宏观审慎监管下推动行业 2022-07-10
健康发展：——《系统重要性保险公司评
估办法》征求意见稿点评

目录

1. 整体表现：利润显著承压，EV 动能减弱	6
1.1 利润：投资拖累利润表现，剩余边际余额延续负增长	6
1.2 价值：EV 增长动能减弱，投资负偏差拖累明显	7
1.3 偿付能力：C-ROSS II 落地，充足率下滑但仍较为丰厚	9
2. 人身险：NBV 延续负增长，队伍产能提升初显成效	10
2.1 产品：银保发力但拖累 Margin，NBV 延续负增长	10
2.2 人力：疫情冲击下队伍持续收缩，产能提升现初步成效	13
3. 财产险：二季度增速放缓，COR 表现分化	14
3.1 车险：二季度迎短期向下压力，但预计下半年持续回暖	15
3.2 非车险：增长动能强劲，COR 表现分化	16
4. 投资端：TII 下滑明显，NII 相对稳健	18
5. 投资建议	19
6. 风险提示	19

图表目录

图 1: 大型上市险企 1H22 归母净利润表现	6
图 2: 大型上市险企 1H22 归母营运利润增长稳健	6
图 3: 大型上市险企准备金新增计提与折现率变动	7
图 4: 剩余边际余额连续两个半年度环比下滑	7
图 5: 上市险企集团 EV 较年初增速表现	8
图 6: 综合险企分部 EV 同比增速表现	8
图 7: NBV 对寿险期初 EV 拉动效应逐步降低	8
图 8: 内含价值预期回报对寿险期初 EV 拉动效应表现	8
图 9: 投资经验负偏差拖累明显	9
图 10: 运营经验偏差较为温和	9
图 11: 大型上市险企偿付能力充足率表现	9
图 12: 上市险企寿险总保费表现分化	10
图 13: 个险渠道仍为主要贡献点	10
图 14: 大型上市险企 1H22 首年保费表现	11
图 15: 大型上市险企 1H22 首年期交在新单占比	11
图 16: 大型上市险企 13 个月保单继续率变化	11
图 17: 大型上市险企 25 个月保单继续率变化	11
图 18: 退保率有所改善	12
图 19: 大型上市险企 NBV 增长承压	12
图 20: 大型上市险企新业务价值率有所调整	12
图 21: 上市险企个险代理人规模与半年度环比变动趋势图	13
图 22: 上市险企代理人产能水平	14
图 23: 上市险企代理人活动率表现	14
图 26: 大型上市险企 1H22 财产险保费收入表现及同比增速	14
图 27: 大型上市险企 1H22 财产险综合成本率表现	14
图 28: 大型上市险企 1H22 财产险综合成本率拆解	15
图 29: 大型上市险企 1H22 车险保费同比增速水平	15
图 30: 4Q21 起车险保费边际改善，但 2Q22 单季增速放缓	15
图 31: 大型上市险企车险业务 COR 同比提升	16
图 32: 车险费用率下滑而赔付率上升	16
图 33: 近一年单月新车销量与车险表现呈正相关	16
图 34: 大型上市险企 1H22 非车险业务保费收入表现	17
图 35: 大型上市险企 1H22 非车险占总保费比例	17
图 36: 大型上市险企 1H22 非车险主要业务同比增速表现	17

图 37：大型上市险企 1H22 非车险主要业务 COR 表现.....	18
图 38：大型上市险企股票及权益基金配置比例	18
图 39：大型上市险企总投资收益率表现	18
图 40：大型上市险企债券投资配置比例	19
图 41：大型上市险企净投资收益率表现	19
表 1：主要上市险企 1H22 中报关键指标汇总	5

表 1：主要上市险企 1H22 中报关键指标汇总

(亿元)	中国人寿		中国平安		中国太保		新华保险		中国人保		备注
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速	
集团整体表现											
归母净利润	254	-38.0%	603	3.9%	133	-23.1%	52	-50.8%	179	5.7%	
归母营运利润			853	4.3%	201	9.9%					
集团 EV	12,509	4.0%	14,413	3.3%	5,091	2.2%	2,589	0.0%	1,302	5.0%	
人身险业务											
总保费收入	4,400	-0.5%	3,285	-2.8%	1,491	5.4%	1,026	2.0%	1,024	14.2%	*1
新单保费收入	1,394	4.1%	879	-7.6%	148	-35.1%	295	-1.7%	609	26.7%	*2
首年期交/首年	798	-1.0%	555	-11.7%	129	-35.1%	122	-14.9%	163	-8.4%	
个险渠道/总保费	80.1%	-2.1pp	84.8%	1.8pp	80.1%	-11.2pp	67.8%	-1.7pp	41.4%	-7.5pp	*3
NBV	257	-13.8%	196	-28.5%	56	-45.3%	21	-48.4%	23	-24.8%	
Margin	18.5%	-3.8pp	25.7%	-5.5pp	10.7%	-14.7pp	6.6%	-5.6pp	-	-	*4
代理人规模(万人)	82.0	-35.1%	60.0	-40.9%	52.5	-51.3%	38.9	-27.9%	-	-	*5
寿险 EV	12,509	9.5%	9,066	5.0%	3,862	8.7%	2,589	3.2%	1,302	5.0%	
财产险业务											
总保费收入			1,468	10.1%	916	12.3%			2,774	9.8%	
车险保费收入			955	7.3%	482	7.9%			1,288	6.7%	
非车险保费收入			513	15.8%	434	17.6%			1,486	12.7%	*6
非车险占比			34.9%	1.7pp	47.4%	2.1pp			53.6%	1.4pp	
综合成本率			97.3%	1.4pp	97.2%	-2.1pp			96.0%	-1.2pp	
综合赔付率			69.1%	2.2pp	69.7%	-0.4pp			71.6%	-0.2pp	
综合费用率			28.2%	-0.8pp	27.5%	-1.7pp			24.4%	-1pp	
投资业务											
总投资收益率	4.21%	-1.5pp	3.1%	-0.4pp	3.9%	-1.1pp	4.2%	-2.3pp	5.5%	-1.2pp	
净投资收益率	4.15%	-0.2pp	3.9%	0.1pp	3.9%	-0.2pp	4.7%	0.2pp	4.9%	0.1pp	

注：*1、中国人保为人保寿险和人保健康业务加总；*2、中国平安为规模保费，其他为保险业务收入；*3 太保为代理人渠道，新华为长险新单；*4、国寿 Margin 为测算值；*5、太保为月均代理人规模；*6、平安非车险业务涵盖意外险。

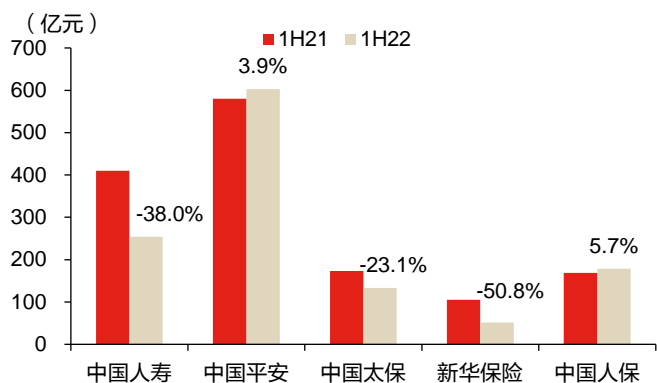
数据来源：公司公告，东方证券研究所

1. 整体表现：利润显著承压，EV 动能减弱

1.1 利润：投资拖累利润表现，剩余边际余额延续负增长

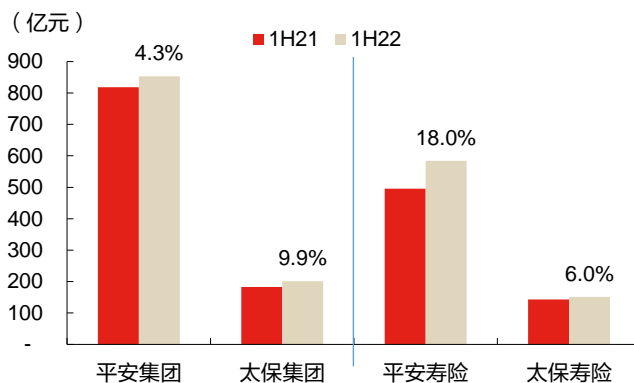
投资波动拖累利润表现，营运利润表现保持稳健。除平安和人保外，其他上市险企归母净利润均呈现大幅下滑，主要系权益市场波动导致投资收益不及预期，进而影响利润表现，但平安与人保凭借多元的保险业务等综合金融服务实现利润微幅上涨。此外，营运利润以财务报表净利润为基准，剔除短期波动性较大的损益表项目和管理层认为不属于日常营运收支的一次性重大项目，可更清晰客观反映当期业绩表现与趋势。平安和太保 1H22 归母营运利润分别为 853 亿元（YoY+4.3%）和 201 亿元（YoY+9.9%），其中寿险业务归母营运利润增长动能分化，平安与太保同比增速分别为 18%和 6%。

图 1：大型上市险企 1H22 归母净利润表现



数据来源：公司公告，东方证券研究所

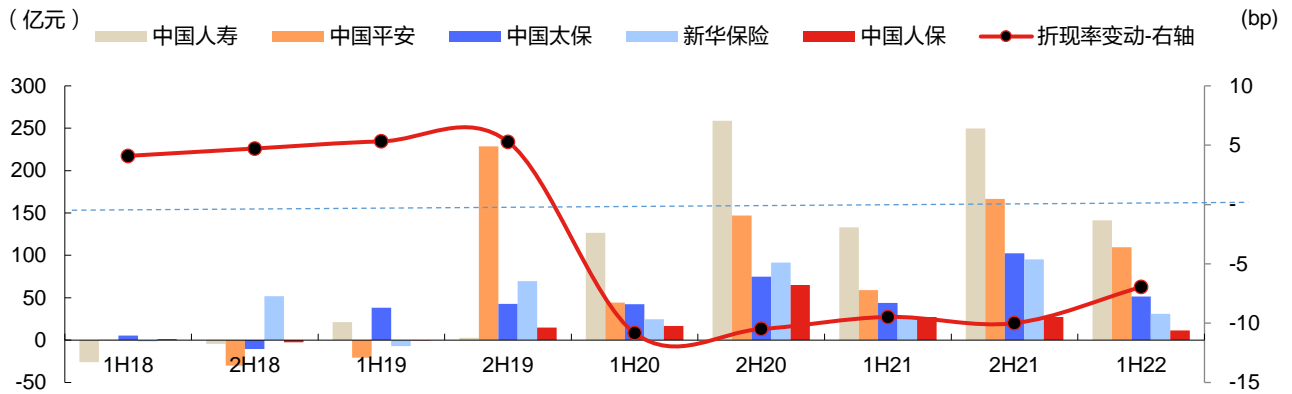
图 2：大型上市险企 1H22 归母营运利润增长稳健



数据来源：公司公告，东方证券研究所

折现率下行推动准备金新增计提，对税前利润负面影响约 3%-69%。自 2018 年起，十年期国债收益率已进入震荡下行周期，叠加货币政策宽松与降准的政策影响，长端利率趋势下行使得 750 日移动平均线缓慢向下，2020 年以来的五个半年度均下降约 7-11bps 左右，折现率下降导致准备金新增计提也远超往年，对 1H22 税前利润减少的静态负面影响已经达到约 3-69%。具体来看，纯寿险公司受影响更为显著，国寿、新华 1H22 新增准备金计提分别为 141 亿元（对税前利润影响为-56.5%，下同）、31 亿元（-68.1%）；而综合型险企受影响程度相对较弱，平安、太保、人保对 1H22 税前利润影响分别为-14.0%、-35.1%、-3.8%。

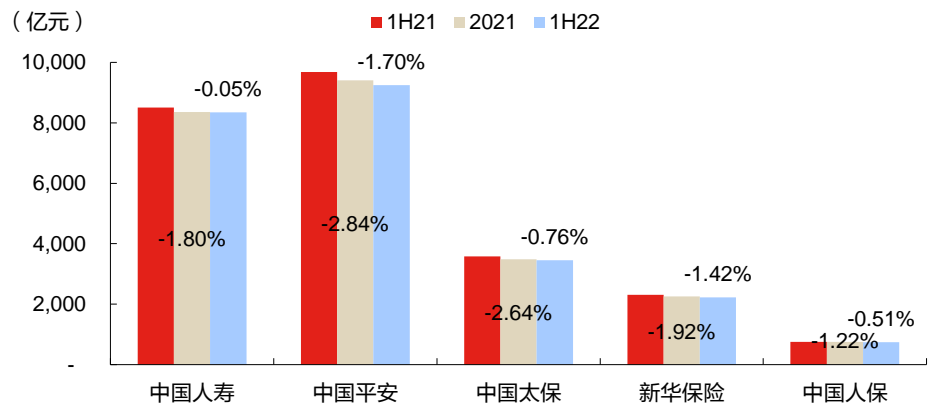
图 3：大型上市险企准备金新增计提与折现率变动



数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

新业务低迷拖累剩余边际增长，未来利润释放或存一定压力。新业务贡献一般是剩余边际增长的主要动力，但连续多年低迷的销售环境导致贡献程度大幅降低，以平安为例，其对期初剩余边际的拉动效应从 1H18 的 15.0% 降至 1H22 的 2.4%，进而导致剩余边际余额呈负增长态势。国寿、平安、太保、新华、人保 1H22 末剩余边际余额较年初分别同比下降 0.05%、1.7%、0.76%、1.42%、-0.51%，未来利润释放或存一定压力。

图 4：剩余边际余额连续两个半年度环比下滑



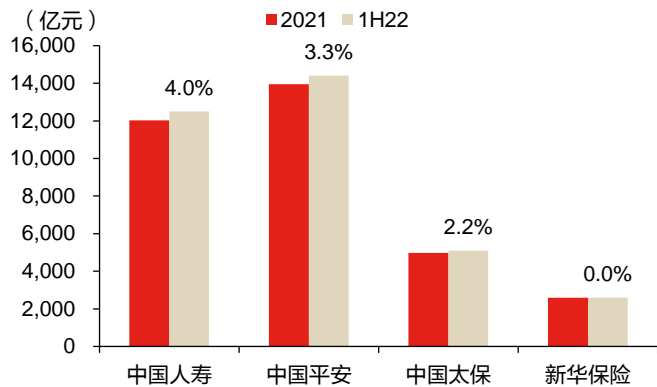
注：中国人保未披露 1H21 数据，以 2020 年末数据近似代替；图中数据为半年度环比变化幅度。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 价值：EV 增长动能减弱，投资负偏差拖累明显

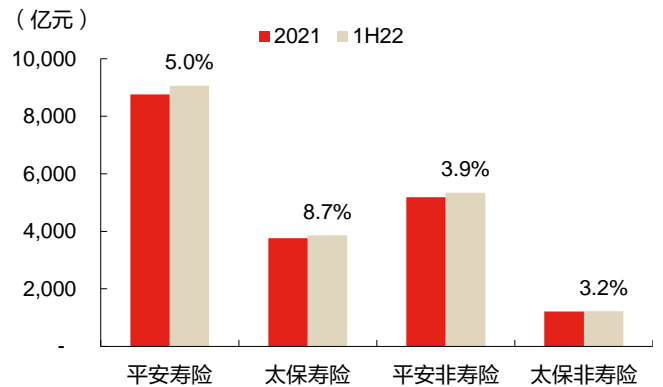
EV 增长动能减弱，但寿险 EV 增长表现优于非寿险业务。国寿、平安、太保、新华 1H22 末集团内含价值分别为 12509 亿元 (YoY+9.5%)、14413 亿元 (YoY+4.6%)、5091 亿元 (YoY+7.3%) 和 2589 亿元 (YoY+3.2%)，增长动能整体放缓，我们认为 NBV 增长乏力、投资经验负偏差对 EV 增长有所拖累。其中平安和太保的寿险业务 EV 同比增速分别达 5.0% 和 8.7%，寿险业务增长动能强于非寿险业务。

图 5：上市险企集团 EV 较年初增速表现



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：综合险企寿险与非寿险分部 EV 同比增速表现



数据来源：公司公告，东方证券研究所

新业务价值贡献度降低，期初 EV 预期回报拉动效应减弱。受新单销售乏力与产品结构调整影响，1H22 新业务价值表现延续之前低迷态势，对寿险 EV 增长贡献度同比持续降低，国寿、平安、太保、新华 NBV 对期初寿险 EV 拉动效应分别为+2.1%、+2.2%、+1.5%、+0.8%，较 1H21 平均下滑约 100bp。此外，由于内含价值的预期回报主要由调整后净资产和有效业务价值的预期回报组成，而投资收益率有一定下行压力，导致调整后净资产的预期回报减少，EV 的预期回报贡献有所下滑，国寿、平安、太保、新华 1H22 内含价值的预期回报拉动效应分别为+3.7%、+4.0%、+4.3%、+3.9%（2020 年分别为+3.9%、+4.2%、太保未披露、+4.0%）。

图 7：NBV 对寿险期初 EV 拉动效应逐步降低

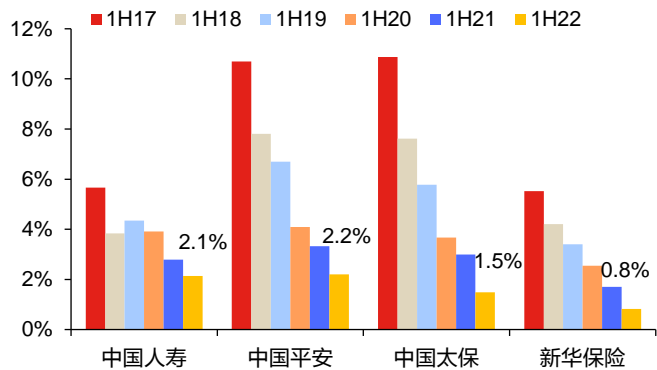
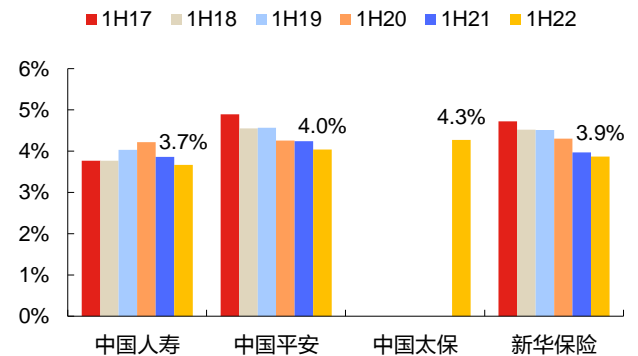
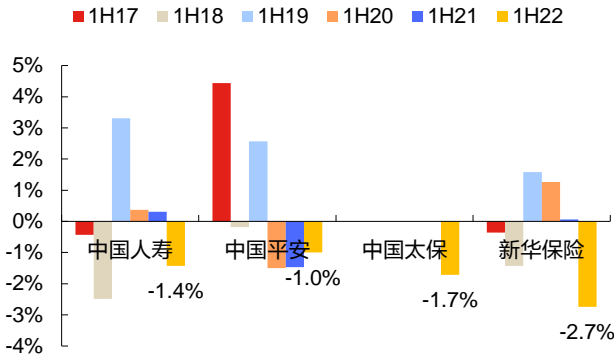

 注：计算公式为当期 NBV/期初寿险 EV。
 数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 8：内含价值预期回报对寿险期初 EV 拉动效应表现


 注：计算公式为当期内含价值的预期回报/期初寿险 EV，中国太保仅从 2022 年开始披露中报内含价值变动分析表。
 数据来源：公司公告，东方证券研究所

市场环境波动影响，投资经验负偏差拖累明显。受市场经营环境变化与资本市场波动影响，1H22 投资经验偏差对期初 EV 起到明显的负向拉动，幅度在 1%-3% 区间；但整体运营较为稳健，运营经验偏差对 EV 变动的影响较为温和。

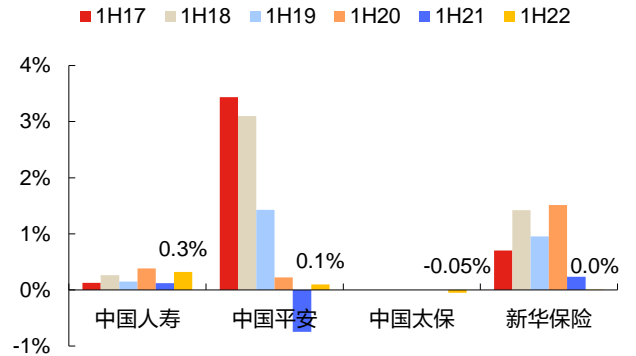
图 9：投资经验负偏差拖累明显



注：计算公式为投资经验偏差/期初寿险 EV，中国太保仅从 2022 年开始披露中报内含价值变动分析表。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 10：运营经验偏差较为温和



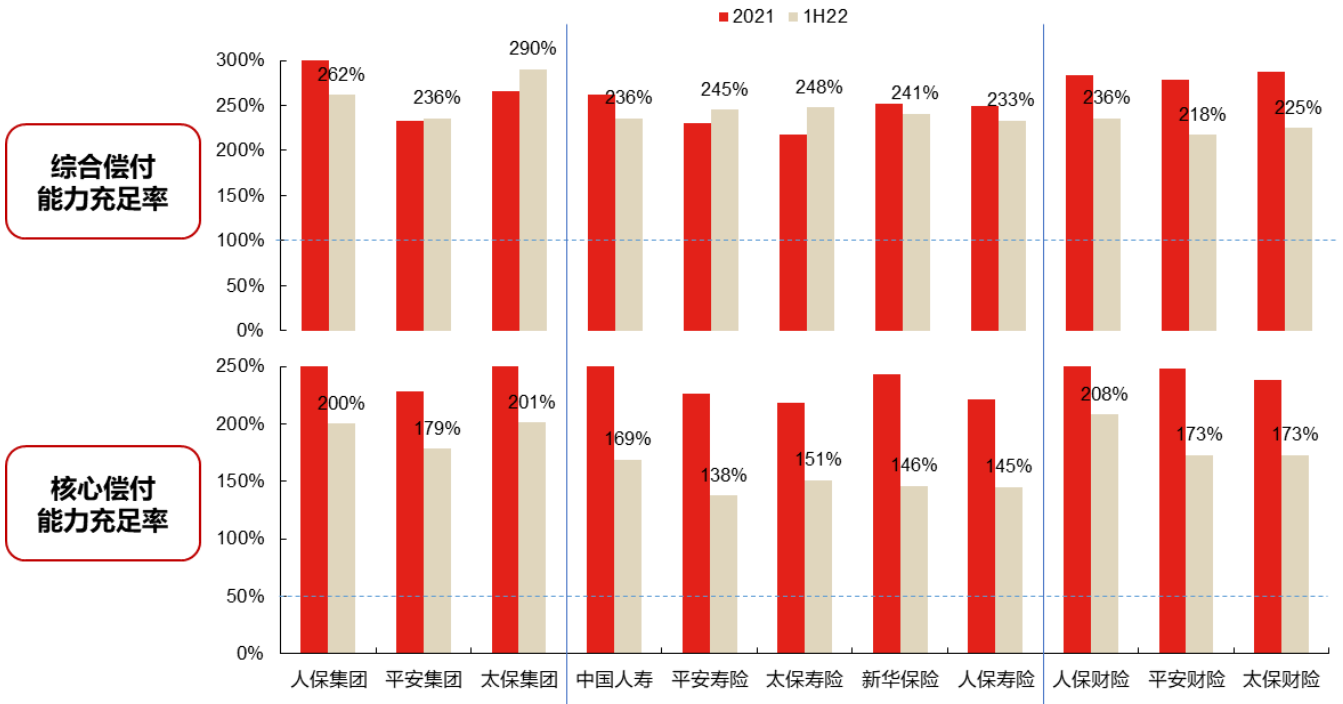
注：计算公式为运营经验偏差/期初寿险 EV，中国太保仅从 2022 年开始披露中报内含价值变动分析表。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.3 偿付能力：C-ROSS II 落地，充足率下滑但仍较为丰厚

偿二代二期工程（C-ROSS II）于今年一季度正式落地实施，新规对资本认定更为严格，上市险企 1H22 资本数额大幅下降，其中核心资本降幅尤甚，调整后的综合偿付能力充足率变动分化，但核心偿付能力充足率均大幅下降，较去年末降幅区间为 50pp-100pp，但仍显著高于 50% 的监管要求，偿付能力可观。我们认为大型险企凭借丰厚的资本实力整体影响较小，但资本质量与结构得以进一步夯实，二期工程助推其步入更为规范的发展通道。

图 11：大型上市险企偿付能力充足率表现



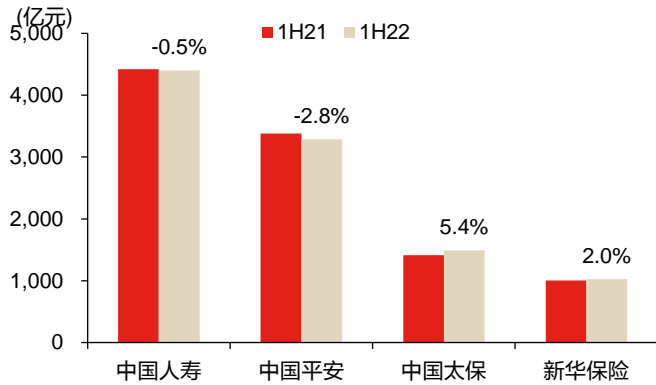
数据来源：公司公告，东方证券研究所

2. 人身险：NBV 延续负增长，队伍产能提升初显成效

2.1 产品：银保发力但拖累 Margin，NBV 延续负增长

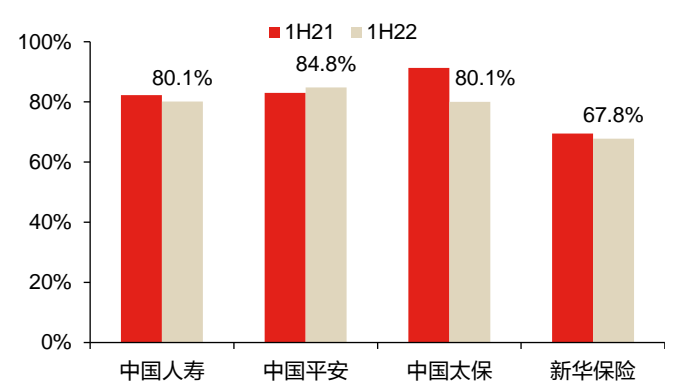
总保费增速表现分化，个险渠道仍为主要贡献点。国寿、平安、太保、新华 1H22 寿险总保费为 4400 亿元 (YoY-0.5%)、3285 亿元 (YoY-2.8%)、1491 亿元 (YoY+5.4%)、1026 亿元 (YoY+2.0%)。虽然销售困难的大环境尚未消散，但各家对个险渠道的重视也从未减弱，个险渠道仍为主要发力点，其中国寿、新华个险渠道占比分别达 80.1% (YoY-2.1pp)、67.8% (YoY-1.7pp)；而太保由于加码银保业务，导致个险渠道占比同比大幅下滑 11.2pp 至 80.1%，但仍保持较高水平；平安个险占比小幅抬升 1.8pp 至 84.8%。

图 12：上市险企寿险总保费表现分化



注：平安为规模保费收入，其他为保险业务收入。
数据来源：公司公告，东方证券研究所

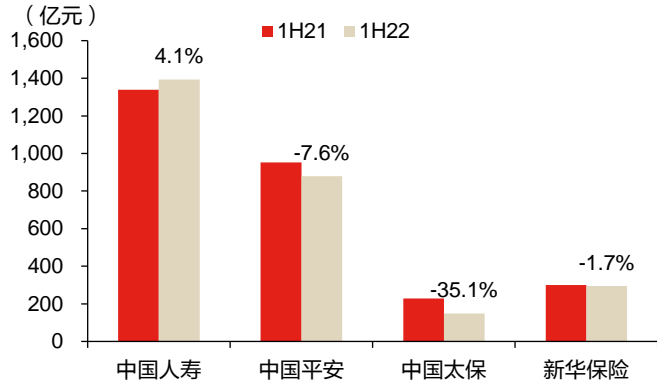
图 13：个险渠道仍为主要贡献点



注：平安为规模保费收入，其他为保险业务收入。
数据来源：公司公告，东方证券研究所

疫情冲击下新单销售乏力，但二季度边际改善显著。1) 国寿新单保费 1394 亿元，YoY+4.1%，其中一二季度单季同比增速分别为-1.5%和+22%，此外首年期交仅同比下滑 1%，在上市同业中处于优异水平；2) 平安 1H22 个人业务新单规模保费达 879 亿元，YoY-7.6%，期交在新单业务中同比小幅下滑 2.9pp 至 63.2%。就渠道来看，个险渠道同比下滑 8.3%，而银保渠道逆势增长 45%，收入不稳定下居民储蓄意愿更强；3) 太保个险新单 148 亿元，YoY-35.1%，主要系队伍规模下滑导致的业务承压，但银保渠道新单逆势增长 11 倍至 168 亿元，推动总新单同比提升 26%，在个险渠道表现不佳的背景下成为较为有力的增长点；4) 新华长险新单实现保费 295 亿元，YoY-1.7%，其中期交及十年期以上期交同比增速分别为-14.9%和-57.4%，业务结构有所承压。

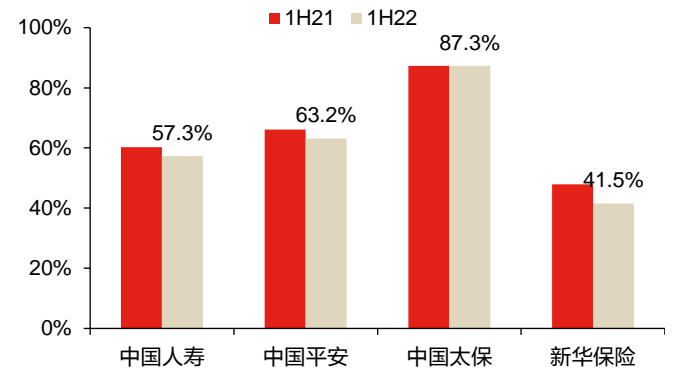
图 14: 大型上市险企 1H22 首年保费表现



注：平安为规模保费，太保为代理人渠道原保费，新华为长险新单原保费，其他为总渠道原保费。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 15: 大型上市险企 1H22 首年期交在新单占比

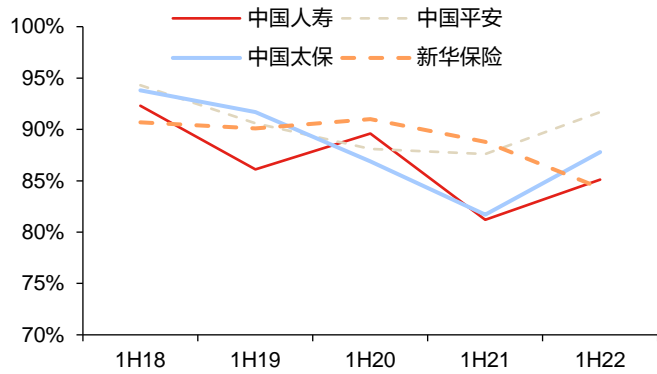


注：平安为规模保费，太保为代理人渠道原保费，新华为长险新单原保费，其他为总渠道原保费。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

13 个月继续率小幅提升，退保率也有所改善。疫情影响下的收入不稳定性增强，居民储蓄意识提升，消费意愿下降，在 2021 年经济与疫情相对稳定下投保的业务 13 个月继续率小幅提升，但拉长周期看，25 个月继续率有所下降，主要系 2020 上半年疫情的初期影响仍在，彼时投保的业务品质仍需进一步观察。此外，居民已逐步适应现阶段的社会生产生活秩序，退保率有所改善。

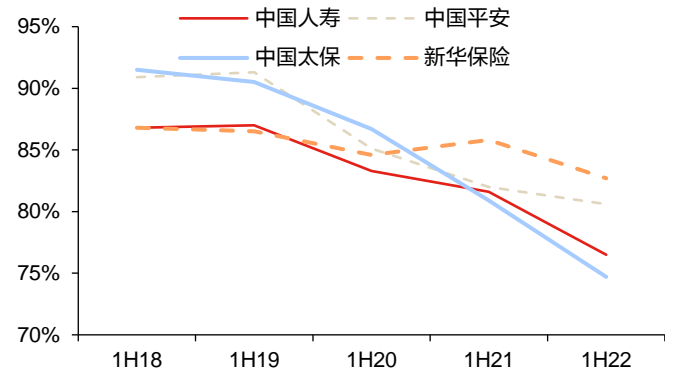
图 16: 大型上市险企 13 个月保单继续率变化



注：中国人寿为 14 个月保单继续率。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

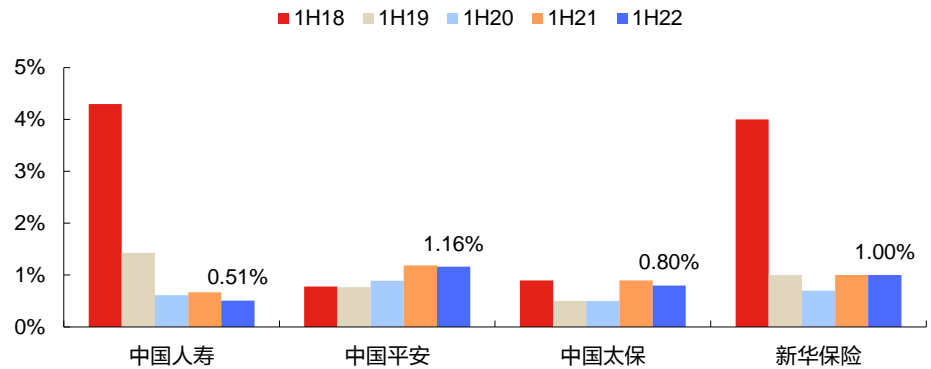
图 17: 大型上市险企 25 个月保单继续率变化



注：中国人寿为 26 个月保单继续率。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

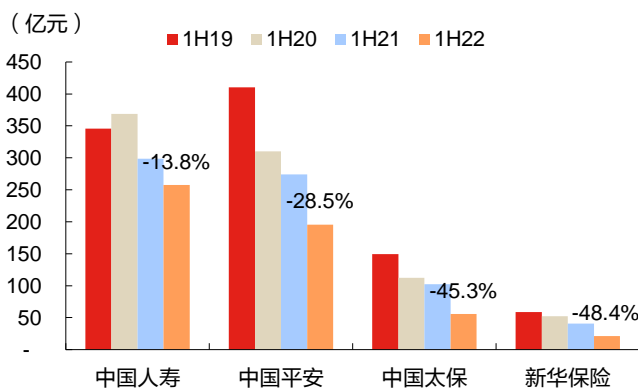
图 18: 退保率有所改善



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

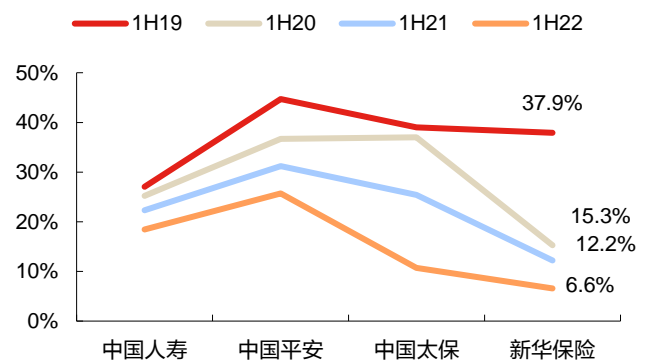
新单与 Margin 同步承压, 拖累 NBV 表现。 1) 国寿 1H22 年实现 NBV 达 257 亿元, YoY-13.8%, 降幅较 1Q22 的-14.3%小幅收窄; 其中大个险板块 NBV 达 242 亿元, YoY-16.5%, 占比达 94%。除新单下滑外, 产品结构调整也导致个险渠道 Margin 同比下降 7.7pp 至 28.5%, 进而使得整体 Margin 同比下降 3.8pp 至 18.5%; 2) 平安 1H22 寿险 NBV 为 196 亿元, YoY-28.5%, 但边际来看降幅收窄 (1Q22 和 2Q22 同比分别为-33.7%和-16.9%), 调整口径后同比降幅 20.3%。细分来看, 首年新单 YoY-13.1%, Margin 同比下降 5.5pp 至 25.7%, 但二季度均较一季度环比改善, 其中储蓄型产品新单占比同比+3.3pp 至 50%; 3) 太保 1H22 实现 NBV 达 56 亿元, YoY-45.3%, 虽然首年年化保费同比提升 30%, 但个险与银保渠道表现分化, 同比增速分别为-28%和+666%; 此外产品结构整体导致多渠道 Margin 均有所下滑, 个险和银保分别同比下降 11.1pp 和 5pp 至 29.3%和 1.7%, 推动整体 Margin 同比下降 14.7pp 至 10.7%; 4) 新华 1H22 实现 NBV 达 21 亿元, YoY-48.4%, 系新单 (同比下滑 4.1%) 与 Margin (同比下降 5.6pp 至 6.6%) 共同承压所致。

图 19: 大型上市险企 NBV 增长承压



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 20: 大型上市险企新业务价值率有所调整

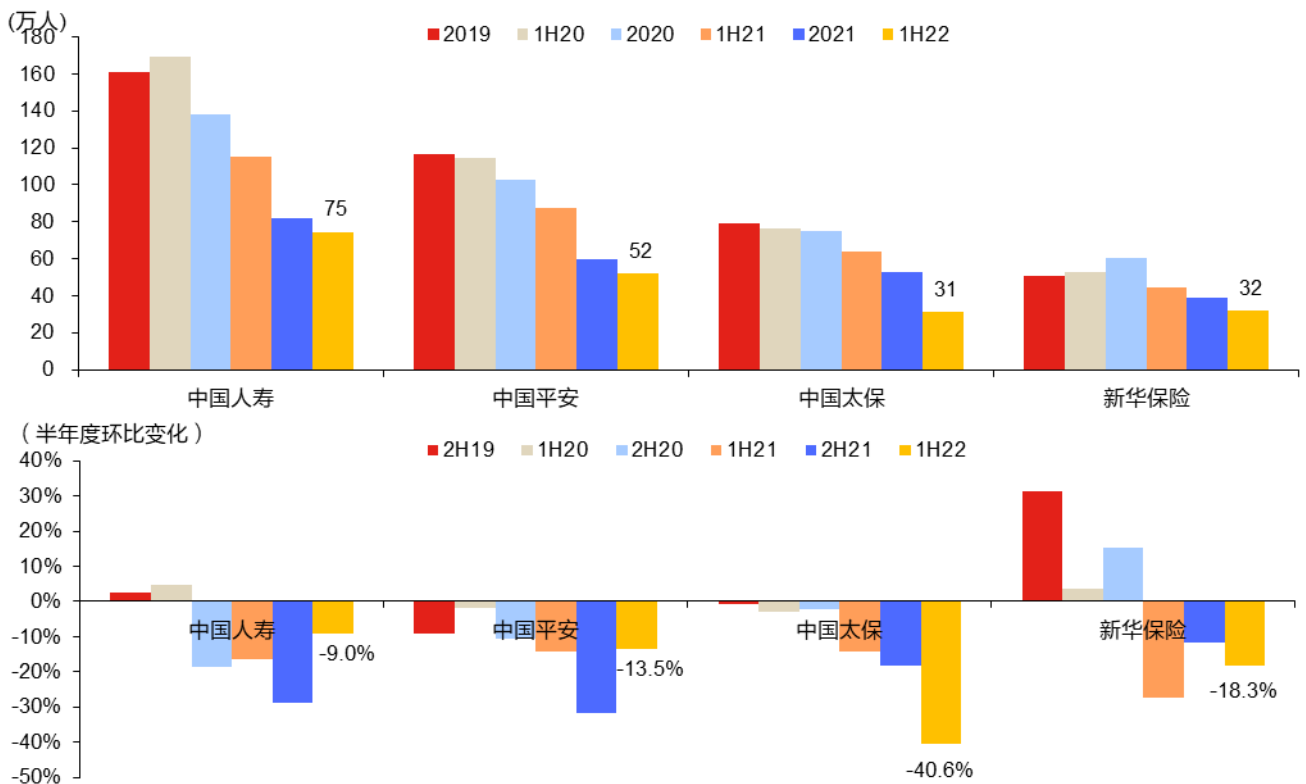


注: 中国人寿新业务价值率为测算值。
数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

2.2 人力：疫情冲击下队伍持续收缩，产能提升现初步成效

疫情冲击明显，队伍规模持续收缩。上半年全国疫情多点散发，一线城市冲击尤甚，对代理人线下展业带来直接影响，代理人产能与收入大幅受挫，全行业队伍规模呈进一步下滑趋势，但降幅边际收窄。1) 中国人寿 1H22 末大个险 74.6 万人，较年初下滑 9%，较 1Q22 进一步下滑 4.4%，其中营销、收展队伍分别为 47.6 万人和 27 万人，较年初分别下滑 8.3%和 10.3%；2) 平安队伍规模较年初下滑 13.5%至 51.9 万人，其中二季度边际脱落 3.5%；3) 太保营销员月均人力较年初下滑 40.6%至 31.2 万人，较年中脱落 18.1%，1H22 末人力仅为 28.1 万人；4) 新华个险代理人为 31.8 万人，较年初下滑 18.3%。

图 21：上市险企个险代理人规模与半年度环比变动趋势图



注：中国太保为月均总人力，其他为年末人力。

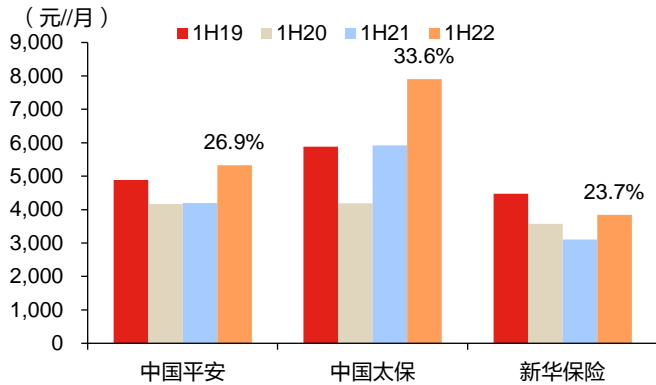
数据来源：公司公告，东方证券研究所

推动转型提升质态方向不改，产能提升已显现初步成效。各家上市险企均提出队伍转型升级的寿险改革计划，从阶段性成果来看，部分转型已有初步成效。1) 平安 1H22 队伍人均 NBV 同比提升 26.9%，在交叉销售协同效应强化下，收入也同比提升 35.1%至 7959 元/月。此外，公司严抓增员入口关，实施分层精细化经营，1H22 末大专及以上学历代理人占比同比提升 4pp，1H22 钻石队伍人均首年保费是整体队伍的 4.7 倍，顶尖绩优人数同比增长 7.7%，“优+”在新人中占比同比提升 9pp，优质代理人产能提升有所显现，也是公司未来队伍升级的主要发展方向；2) 太保寿险代理人月人均首年业务收入同比增长 33.6%至 7906 元，其中核心人力同比增长 23.5%至 32331 元，核心人力月人均首年佣金收入同比增长 10.8%至 4630 元。此外，月均绩率同比提升 13.9pp 至 64%，留存人力的出单效率有显著提升；3) 新华 1H22 月均合格率下降 1.6pp 至 17.5%，但月人均首年保费却同比提升 23.7%至 3840 元。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

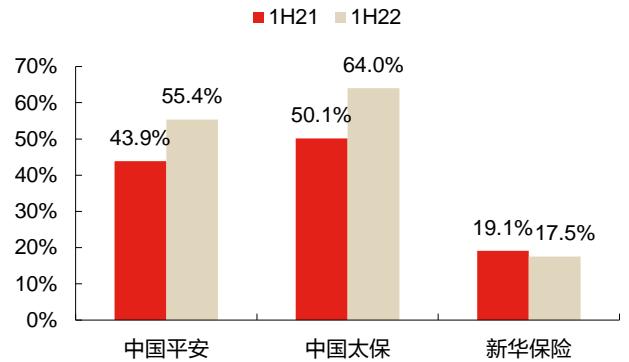
我们判断队伍转型中的部分产能指标好转的迹象一方面来自于产品结构的调整，另一方面也来自于队伍规模的下滑，但观察到队伍规模已呈现企稳态势，未来若在稳定队伍规模的平台上持续推动产能爬升，进而稳定代理人收入与留存率，则有望步入较为可观的高质量发展轨道。

图 22：上市险企代理人产能水平



注：平安为月人均 NBV，太保、新华为月人均首年保费。
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 23：上市险企代理人活动率表现

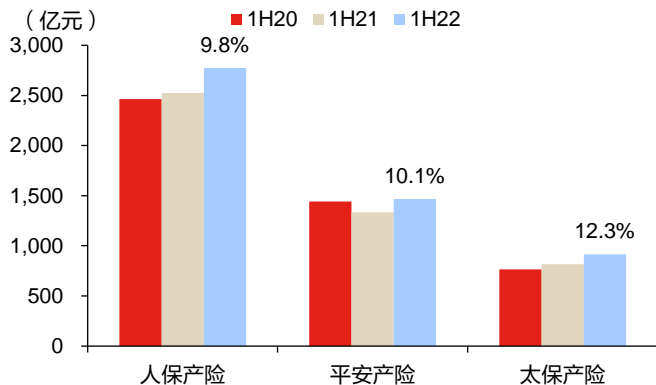


注：平安为代理人活动率，太保为月均举绩率，新华为月均合格率。
数据来源：公司公告，东方证券研究所

3. 财产险：二季度增速放缓，COR 表现分化

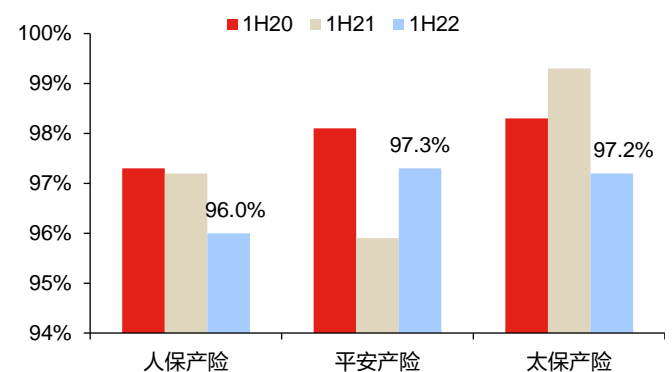
人保财险、平安财险、太保财险 1H22 年保费收入分别为 2774 亿元 (YoY+9.8%)、1468 亿元 (YoY+10.1%) 和 916 亿元 (YoY+12.3%)，增速较去年同期实现大幅回升，其中人保、平安、太保一季度同比增速分别为 12.2%/10.3%/14.0%，而二季度受疫情影响，增速环比放缓，单季度同比增速分别为 7.0%/9.9%/10.3%。1H22 人保财险、平安财险、太保财险综合成本率分别为 96.0% (YoY-1.2pp)、97.3% (YoY+1.4pp)、97.2% (YoY-2.1pp)，其中平安财险 COR 同比提升主要是由于责任险和保证险 COR 大幅抬升所致 (同比分别+6pp、+24.8pp 至 105.5%、113%)。

图 24：大型上市险企 1H22 财产险保费收入表现及同比增速



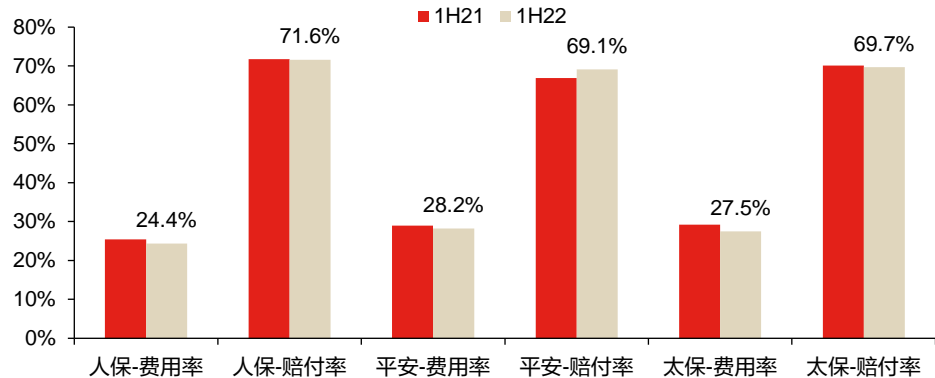
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 25：大型上市险企 1H22 财产险综合成本率表现



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 26：大型上市险企 1H22 财产险综合成本率拆解

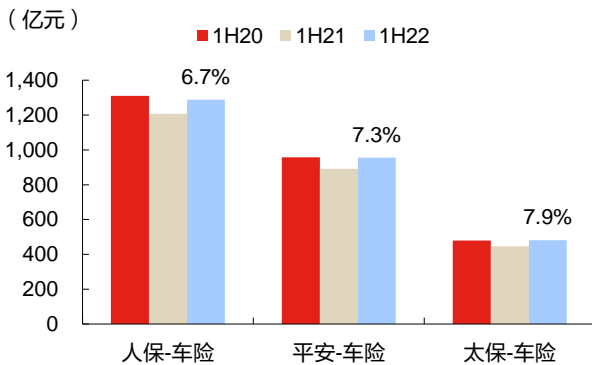


数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.1 车险：二季度迎短期向下压力，但预计下半年持续回暖

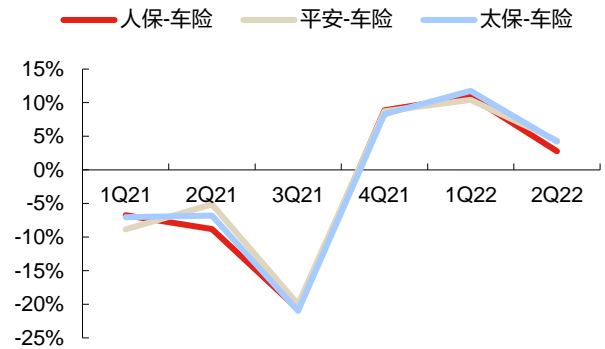
疫情影响新车销量，二季度迎短期向下压力。据中汽协披露数据，受疫情影响，2022年3-5月新车单月销量同比减少0.5%、43.4%、1.4%，拖累车险保费也同步下滑，二季度车险行业保费增速为4.4%，较1Q22增速环比下滑3.7pp。1H22人保、平安、太保车险保费分别为1288亿元（YoY+6.7%）、955亿元（YoY+7.3%）、482亿元（YoY+7.9%），均超行业6.2%的同比增速水平，行业马太效应逐步强化。

图 27：大型上市险企 1H22 车险保费同比增速水平



数据来源：公司公告，东方证券研究所

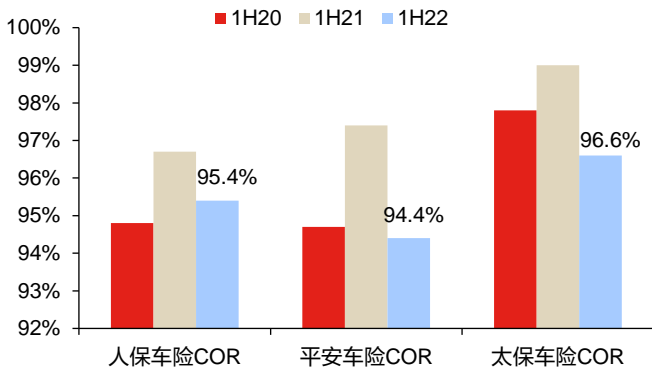
图 28：4Q21 起车险保费边际改善，但 2Q22 单季增速放缓



数据来源：公司公告，东方证券研究所

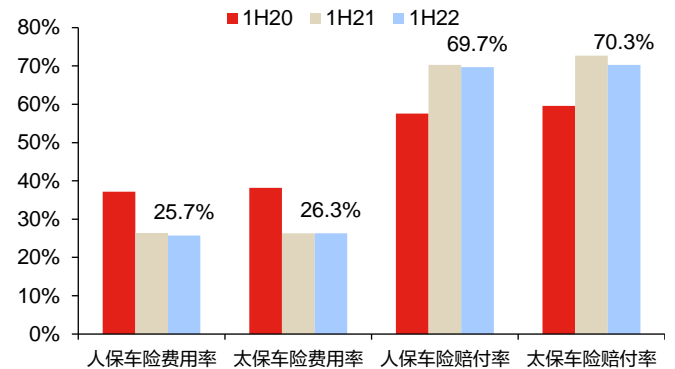
综改引导费用率下滑，疫情下出行频次降低改善赔付率。人保、平安、太保 1H22 车险 COR 分别为 95.4%（YoY-1.3pp）、94.4%（YoY-3.0pp）、96.6%（YoY+1.2pp）。车险综合改革引导下的费用率改善显著，人保下滑 0.7pp，太保相对稳定；而上半年多地疫情相继爆发也导致居民出行频次降低，一定程度上改善赔付率，人保、太保分别同比优化 0.6pp 和 2.4pp。

图 29：大型上市险企车险业务 COR 同比提升



数据来源：公司公告，东方证券研究所

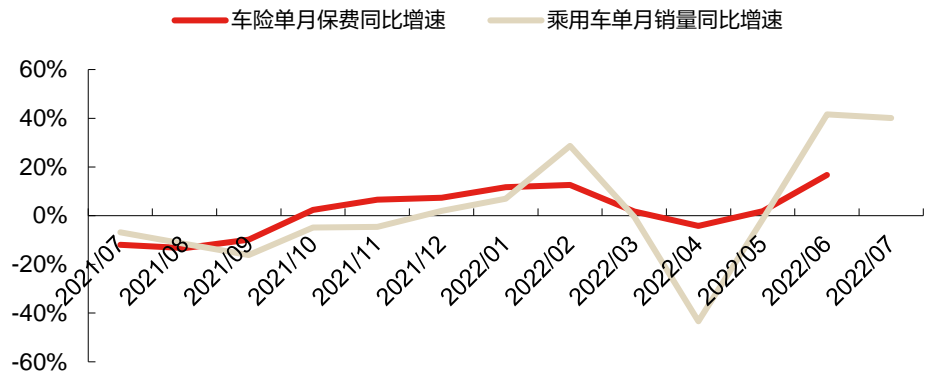
图 30：车险费用率下滑而赔付率上升



数据来源：公司公告，东方证券研究所

新车销量快速回升，预计下半年车险保费持续回暖。车险行业已度过商车费改后的件均低基数效应周期，于去年四季度实现保费增速的企稳回升。虽然二季度疫情对新车销量和车险保费均有短期冲击，但 6-7 月表现来看，新车销量单月均实现 40% 的增长，我们预计随着复工复产的推进，以及各地对于汽车消费刺激政策的逐步出台与落地，车险保费增速有望于下半年持续回暖，对市场展望较为乐观。

图 31：近一年单月新车销量与车险表现呈正相关

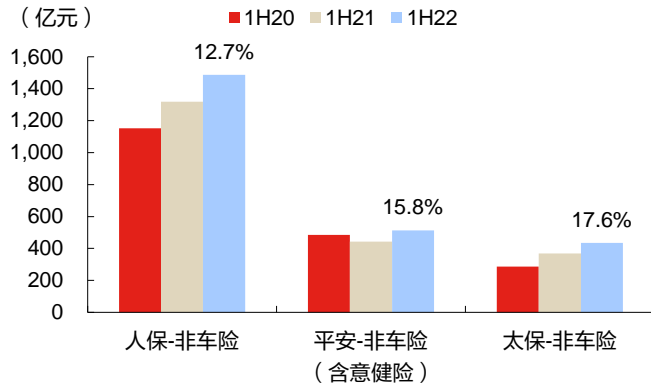


数据来源：Wind，东方证券研究所

3.2 非车险：增长动能强劲，COR 表现分化

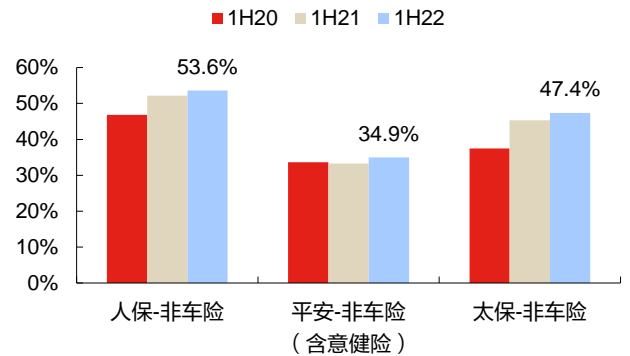
非车险增长动能强劲，推动占比持续提升。人保、平安（包括意健险）、太保 1H22 非车险业务实现保费分别为 1486 亿元（YoY+12.7%）、513 亿元（YoY+15.8%）和 434 亿元（YoY+17.6%），推动非车占比分别达 53.6%（YoY+1.4pp）、34.9%（YoY+1.7pp）、47.4%（YoY+2.1pp），业务结构不断优化。其中意健险、农险与责任险作为三大支柱增长动能强劲，而在疫情影响下信用保证险表现分化，保费规模与 COR 呈现不同的发展趋势。

图 32：大型上市险企 1H22 非车险业务保费收入表现



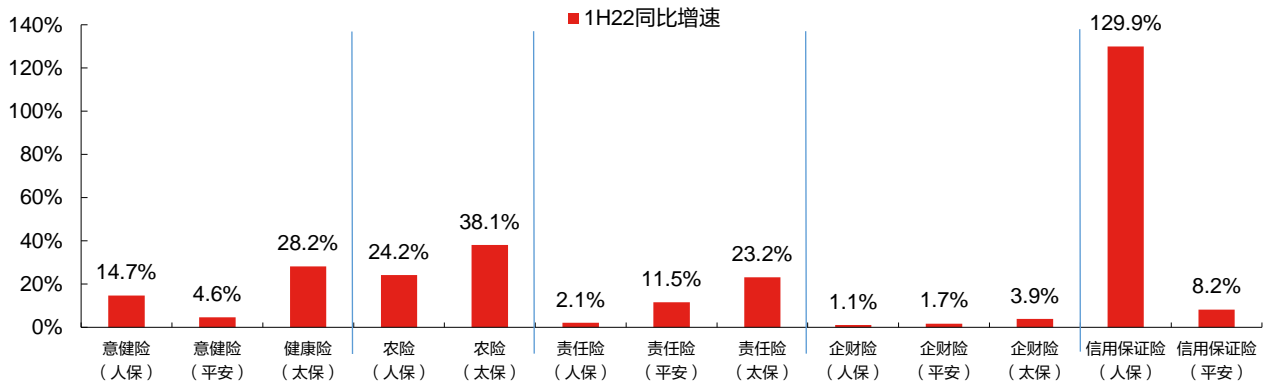
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 33：大型上市险企 1H22 非车险占总保费比例



数据来源：公司公告，东方证券研究所

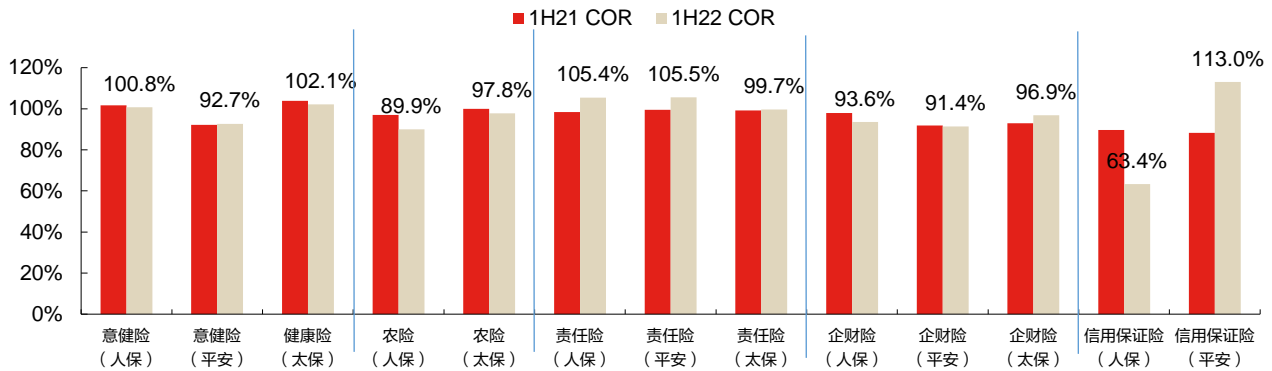
图 34：大型上市险企 1H22 非车险主要业务同比增速表现



数据来源：公司公告，东方证券研究所

疫情影响各异，COR 表现分化。非车险各子业务承保利润表现分化，其中农险赔付支出减少使得业务品质同比改善，企财险 COR 小幅波动但整体仍实现承保盈利；意健险虽为非车中主要业务，但目前仍在盈亏平衡点附近震荡，其中平安得益于综合金融与医疗生态圈协同效应，持续取得优于同业的承保利润水平；疫情导致责任险赔付支出，人保与平安均录得 105%+ 的 COR 水平。此外，信用保证险与险企主动策略和宏观经济环境关系密切，人保、平安的信保业务 COR 分别同比-26.2pp 和+24.8pp 至 63.4%和 113%，表现大幅分化，我们认为仍需关注后疫情时代的风险管控与业务推进。

图 35：大型上市险企 1H22 非车险主要业务 COR 表现

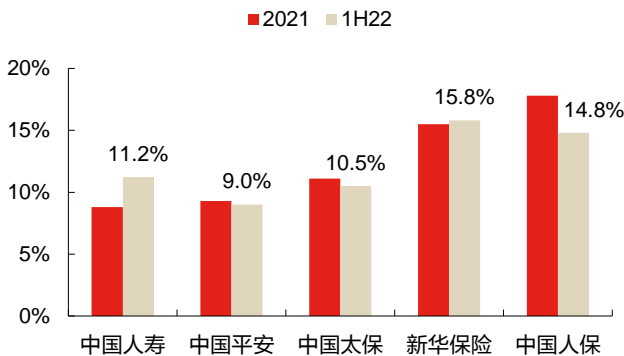


数据来源：公司公告，东方证券研究所

4. 投资端：TII 下滑明显，NII 相对稳健

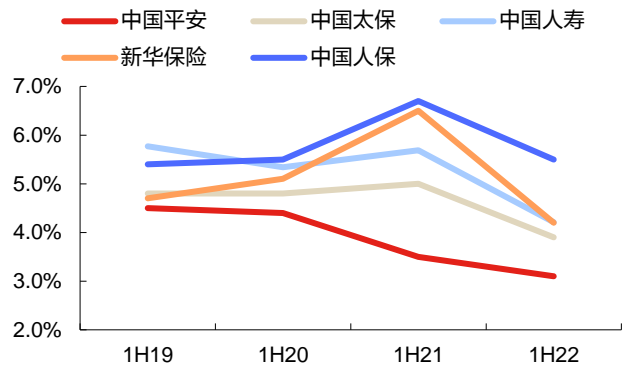
资本市场波动带来权益配置压力，总投资收益率（TII）下滑明显。1H22 受俄乌冲突等海外市场影响，及内地疫情多点散发拖累经济发展的制约，资本市场波动剧烈，沪深 300、上证指数、恒生指数涨幅分别为-6.6%、-9.2%、-6.6%，各大险企总投资收益显著承压。国寿、平安、太保、新华、人保年化总投资收益率分别为 4.21%（YoY-1.5pp）、3.1%（YoY-0.4pp）、3.9%（YoY-1.1pp）、4.2%（YoY-2.3pp）、5.5%（YoY-1.2pp）。

图 36：大型上市险企股票及权益基金配置比例



数据来源：公司公告，东方证券研究所

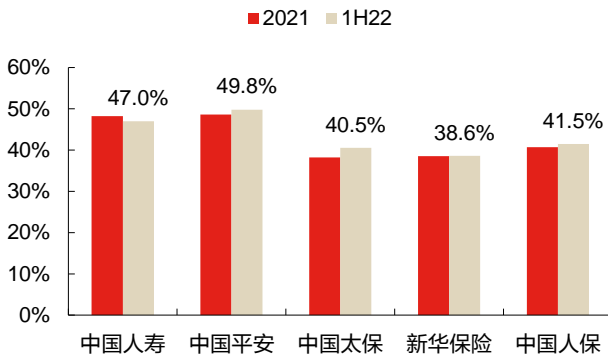
图 37：大型上市险企总投资收益率表现



数据来源：公司公告，东方证券研究所

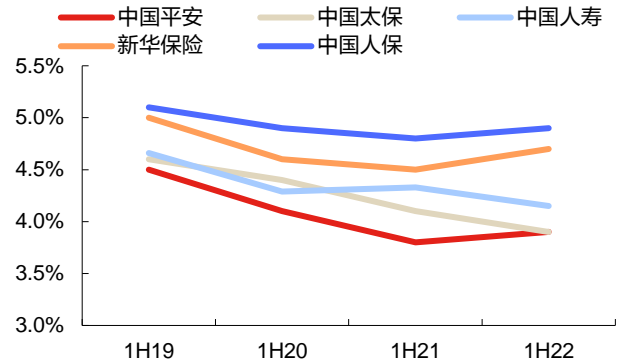
市场利率区间震荡中小幅上行，净投资收益率（NII）保持相对稳定。1H22 十年期国债收益率上行 4.51bp 至 2.82%，维持区间震荡态势，各大险企也积极灵活调整固收类资产配置。国寿、平安、太保、新华、人保年化净投资收益率分别为 4.15%（YoY-0.2pp）、3.9%（YoY+0.1pp）、3.9%（YoY-0.2pp）、4.7%（YoY+0.2pp）、4.9%（YoY+0.1pp）。各家险企在长周期债券配置上也有所分化，1H22 末债券投资占总组合的比例灵活调整，但整体维持在 38%-50% 区间。

图 38：大型上市险企债券投资配置比例



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 39：大型上市险企净投资收益率表现



数据来源：公司公告，东方证券研究所

5. 投资建议

1) Q2 寿险新单保费降幅收窄，推动 NBV 持续改善，在增额终身寿助力下缓解新单压力。代理人规模环比降幅大幅改善，产能提升已初显成效，预计全年能实现规模企稳，期待在此基础上的产能提升。9 月后开门红陆续推进，对最高演示利率的限制有望迎来停售潮，关注开门红超预期增长带来的投资机会。2) 疫情影响下二季度财险保费有所拖累，但各地刺激汽车消费政策已带来 6-7 月的边际改善，经济环境修复也有望压降保险 COR，对财险品质仍较乐观。3) 近期板块迎阶段性行情，主要是其防守属性和低估值因素所推动，目前板块 0.3-0.4x 的 PEV 估值具有较强的吸引力。

因此，我们维持行业看好评级，两条逻辑主线关注保险板块投资机遇。第一，寿险基本面相对改善、价值表现预期好转，建议关注中国平安(601318，买入)和友邦保险(01299，买入)的 α 机会；第二，车险量质齐升逻辑夯实，非车险增长空间可观，建议关注财险马太效应强化下的行业配置机遇。

6. 风险提示

1) 新单销售不及预期。新单销售低迷，影响代理人收入，产能下滑导致脱落率升高，进而影响队伍稳定。此外，NBV 增速低迷也拖累新业务价值倍数中枢水平。

2) 长端利率持续下行。以持有至到期为主的到期再投资与新增固收类投资收益下滑，进而形成潜在利差损风险。

3) 权益市场大幅波动。保险公司重要利源之一的投资利差来自于投资端的业绩波动，若 A 股出现系统性下跌，分红险收益下滑，影响客户收益与险企业绩，此外也对公司当期利润和净资产造成不利影响。

4) 股权投资计提减值风险。保险资金运用中包含较多长期股权投资，其中地产投资风险近期暴露较为频繁，例如华夏幸福与恒大集团流动性紧张导致的悲观预期已被市场认知，进而需要对其进行减值计提，其他股权投资项目或有进一步计提减值风险。

5) 车险综合改革进展不及预期。商车费改一周年届满，虽短时间出现车险保费增长拐点，但仍需观察长期态势，以区分此为实际改革成效还是短期因素扰动。

6) 政策风险。保险行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 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在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn