

保险 II

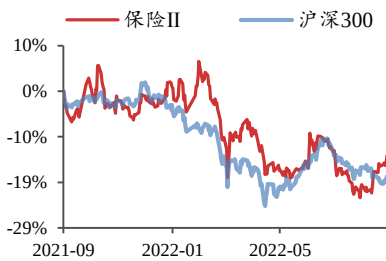
2022 年 09 月 14 日

寿险转型初有成效，财险有望维持高景气度

——上市险企 2022 年中报综述

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《财险承保端景气度持续，寿险后续关注实动率——上市保险公司 7 月保费收入数据点评》-2022.8.13

《财险高景气度有望维持，关注寿险先行指标实动率——保险板块复盘暨 2022 年中报前瞻》-2022.8.3

《对资产负债两端长期影响有限，头部险企或更具优势——“险中取胜”行业系列深度报告之四：解读偿二代二期》-2022.8.2

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

吕晨雨（联系人）

lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790120100011

● 短期关注资产端边际改善，下半年观察月度环比及开门红预期

我国新冠疫情虽然各地偶有散发，但随着精准防控，整体已步入合理防控区间，宏观经济或随疫情管控良好及稳增长政策出台逐步修复，带动资产端边际改善，受益标的中国人寿。长期看，寿险行业仍处转型进展攻坚期，2022 年下半年转型效果或进一步巩固，关注活动率或举绩率后续变化。我们预计 2022 年下半年受基数、转型效果微显等原因 NBV 同比降幅或有所收敛，但收敛幅度或较小，环比上半年改善可能性较低，全年改善预计较小。同时，2023 年开门红预期或受 2022 年基数及转型效果显现成为市场关注重点。总体看，财险方面我们推荐车险景气度逐步复苏以及非车险保持高增带动的中国财险，寿险方面推荐转型具有确定时间表的中国平安，转型决心、力度大且具有转型成功经验的中国太保。

● 整体情况：投资端拖累 EV 增速及归母净利润表现

受权益市场波动影响，投资收益负向偏差拖累 EV 增速及归母净利润表现，各上市险企 2022H1 末 EV 较年初分别增长：中国人寿+4.0%、中国平安+3.3%、中国太保+2.2%、新华保险+0.02%、中国人保+2.5%，EV 增速有所放缓。各家上市险企投资收益及公允价值变动带来损益合计同比分别为中国人寿-16.8%、中国平安-60.8%、中国太保-21.8%、新华保险-28.5%、中国人保-9.1%拖累归母净利润表现，2022H1 归母净利润分别为中国人寿 254 亿元、同比-38.0%，中国平安 603 亿元、同比+3.9%，中国太保 133 亿元、同比-23.1%，新华保险 52 亿元、同比-50.8%，中国人保 179 亿元、同比+5.7%。

● 寿险：margin 下降拖累 NBV 承压，转型先验指标已有改善

2022H1 上市险企 NBV 及同比分别为：中国人寿 257.5 亿元、同比-13.8%，中国平安 195.7 亿元、同比-28.5%，中国太保 56.0 亿元、同比-45.3%，新华保险 21.1 亿元、同比-48.4%，中国人保 23.5 亿元、同比-24.8%，NBV 同比承压主要原因系产品结构及渠道结构变化带来的 margin 下降。中国平安活动率同比上升 11.5pct 至 55.4%，中国太保举绩率同比上升 13.9pct 至 64.0%。我们认为活动率或举绩率可作为本次寿险转型的先行指标，主要有 2 个原因：（1）历史活动率或举绩率过低，队伍存在部分虚挂人力；（2）代理人持续活动或出单说明其在保险行业持续深耕，一方面提升专业能力，另一方面提升客户服务能力，并能够营造良好的业务开展氛围。但目前活动率提升存在人力规模下降后基数带来的影响，后续仍需关注活动率提升幅度以及队伍规模稳定后活动率提升情况。

● 财险：车险维持高景气度，综合成本率有所下降

2022H1 上市险企财险保费及同比分别为：人保财险 2766.7 亿元、同比+9.9%，平安财险 1467.9 亿元、同比+10.1%，太保财险 915.7 亿元、同比+12.3%，主要受到车险、农险及意外与健康险带动。2022 年上半年受多地疫情散发影响，3-5 月乘用车销量短期承压，疫情好转后，线下活动恢复活跃，乘用车销量恢复增长，带动车险销售维持高景气度，2022H1 车险保费分别同比人保财险+6.7%、平安财险+7.3%、太保财险+7.9%。2022H1 财险综合成本率分别为人保财险 96.0%、平安财险 97.3%、太保财险 97.2%。同时，费用率有所下降，赔付率受疫情影响车辆出行降低出险率有所下降，人保财险赔付率下降 0.2pct 至 71.6%，费用率下降 1.0pct 至 24.4%，太保财险赔付率下降 0.4pct 至 69.7%，费用率下降 1.7pct 至 27.5%，平安财险赔付率上升 2.2pct 至 69.1%，费用率下降 0.8pct 至 28.2%。

● 风险提示：经济复苏不及预期；寿险转型进展慢于预期；疫情导致管控趋严。

目 录

1、 投资收益拖累 EV，寿险转型曙光略显，财险维持高景气度	4
1.1、 投资收益承压拖累 EV 增速及归母净利润表现	4
1.2、 寿险：margin 下降拖累 NBV 承压，转型先验指标已有改善	7
1.3、 财险：车险维持高景气度，综合成本率有所下降	10
1.4、 资产：投资资产规模稳步增长，总投资收益率下降	12
1.5、 偿付能力：业务主体公司偿付能力充足率相对稳健	15
2、 投资建议	15
3、 风险提示	18

图表目录

图 1： 2022 年上半年权益市场表现相对较差	4
图 2： 各上市险企 2022 年上半年 EV 保持增长	4
图 3： 2022 年上半年各上市险企较 EV 增速有所放缓	5
图 4： 2022H1 上市险企归母净利润受投资收益影响承压	6
图 5： 权益市场波动导致投资收益同比承压	6
图 6： 上市险企因会计估计变更增提保险责任准备金	6
图 7： 2022H1 末 750 天 10 年期国债均线下降 7.07bp	6
图 8： 中国平安、中国太保营运利润同比有所放缓	6
图 9： 上市险企 NBV 同比均承压	7
图 10： 上市险企新业务价值率 2022H1 均有所下降	7
图 11： 2022H1 上市险企银保渠道新单保费占比有所提升	8
图 12： 2022H1 上市险企代理人规模继续下降	9
图 13： 2022H1 中国平安、中国太保活动率有所提升	9
图 14： 2022H1 上市险企个险渠道代理人人均产能继续提升	9
图 15： 2022H1 多数险企退保率有所改善	10
图 16： 2022H1 多数险企 13 月继续率有所改善	10
图 17： 2022H1 多数险企 25 月继续率下降	10
图 18： 上市险企财险保费保持同比增长	11
图 19： 上市险企车险保费保持同比增长	11
图 20： 非车险受意健险及农险带动增长	11
图 21： 车险占比较 2021 年有所下降	11
图 22： 2022 年上半年各家险企财险综合成本率有所下降	12
图 23： 各险企费用率均呈现下降趋势	12
图 24： 2022H1 各家赔付率有所分化	12
图 25： 各上市险企 2022 年上半年投资资产规模保持增长	13
图 26： 多数险企净投资收益率仍呈现下行趋势	13
图 27： 上市险企总投资收益率受权益市场影响承压	13
图 28： 权益类资产配置策略有所分化	14
图 29： 上市险企股票配置占比三降一升	14
图 30： 债权类资产占比分化	14
图 31： 现金及定期存款占比均有所提升	14

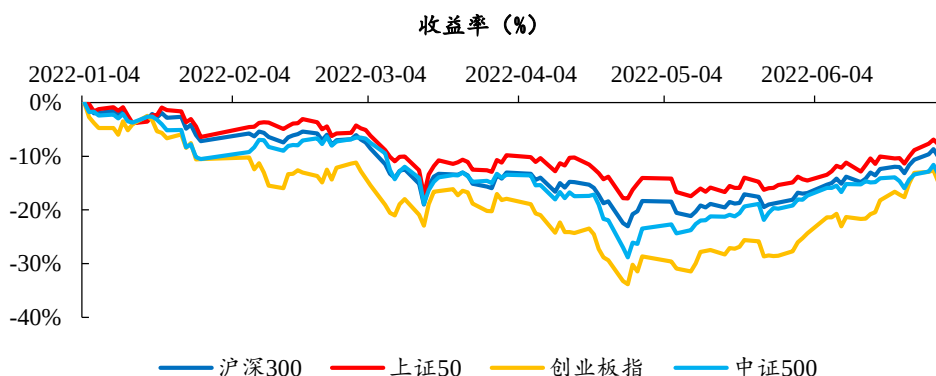
图 32: 2022 年 5 月后乘用车销量同比迎来回升.....	16
图 33: 2022H1 主动型基金保险股持仓处近两年低位.....	17
图 34: 2022H1 主动型基金保险股持仓有所下降.....	17
表 1: 投资回报负向差异是各上市险企 EV 增速放缓的主要原因	5
表 2: 银行及寿险业务带动中国平安集团营运利润表现良好.....	7
表 3: 中国平安长期保障型产品新单保费规模同比明显下降.....	8
表 4: 中国平安部分类型产品 margin 有所下降	8
表 5: 上市险企投资房地产占比总投资资产规模低于 5%	14
表 6: 上市险企核心偿付能力充足率、综合偿付能力充足率均处于稳健充足水平	15
表 7: 我国 2022 年以来已出台多项政策推动个人养老金发展.....	15
表 8: 预计多数上市险企 2022 年全年 NBV 同比或承受双位数负增长	16
表 9: 受益标的估值表-寿险.....	17
表 10: 受益标的估值表-财险.....	17

1、投资收益拖累 EV，寿险转型曙光略显，财险维持高景气度

1.1、投资收益承压拖累 EV 增速及归母净利润表现

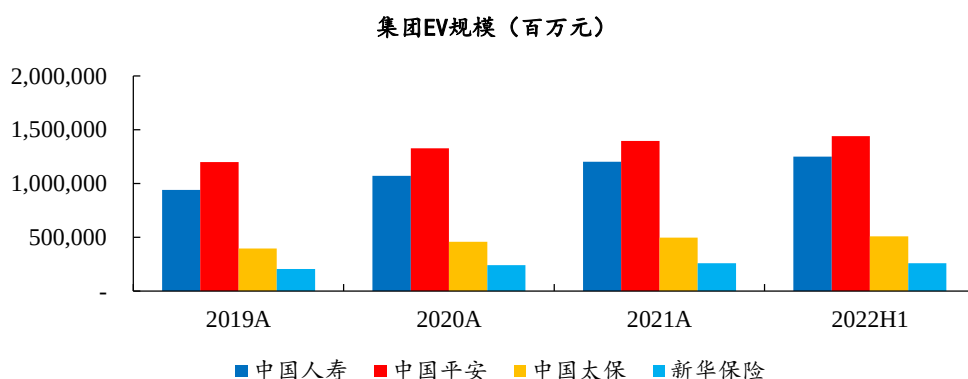
投资收益负向偏差拖累 EV 增速。截至 2022 年 6 月 30 日，沪深 300 指数 2022 年收益率为-12.3%，权益市场表现较差，拖累上市险企 EV 及利润表现。各上市险企 2022H1 末内含价值分别为中国人寿 1.25 万亿元、中国平安 1.44 万亿元、中国太保 5090.8 亿元、新华保险 2588.7 亿元、中国人保 3503.7 亿元，分别较 2021 年年末增长+4.0%、+3.3%、+2.2%、+0.02%、+2.5%，EV 增速有所放缓，其中 EV 变动中投资回报差异分别为中国人寿-172.4 亿元、中国平安-90.9 亿元、中国太保-64.5 亿元、新华保险-70.9 亿元。

图1：2022 年上半年权益市场表现相对较差

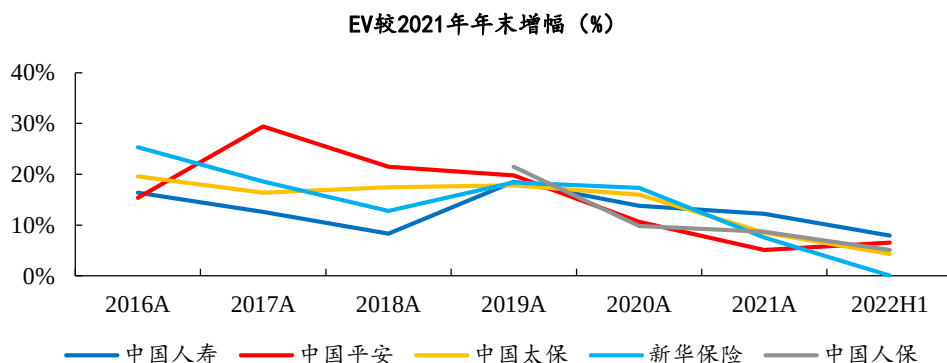


数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：各上市险企 2022 年上半年 EV 保持增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图3：2022 年上半年各上市险企较 EV 增速有所放缓


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：2022H1 增幅已做年化处理

表1：投资回报负向差异是各上市险企 EV 增速放缓的主要原因

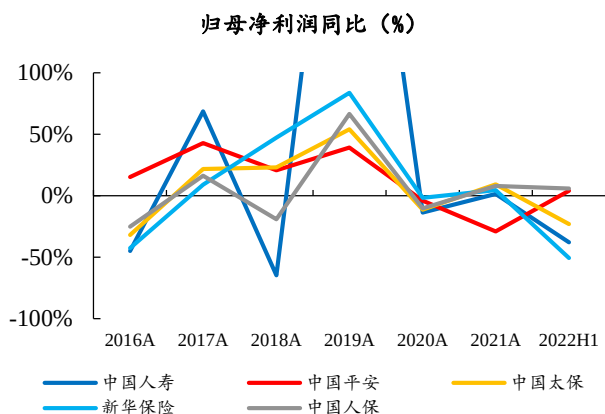
投资回报差异（百万元）	2021H1	2022H1	占比 EV 变动
中国人寿	3,307	-17,240	-36.0%
中国平安	12,122	-9,091	-19.9%
中国太保	-	-6,445	-59.9%
新华保险	142	-7,092	-14473.5%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

投资收益承压及假设变动增提准备金拖累归母净利润。2022 年上半年上市险企归母净利润及同比分别为：中国人寿 254 亿元、同比-38.0%，中国平安 603 亿元、同比+3.9%，中国太保 133 亿元、同比-23.1%，新华保险 52 亿元、同比-50.8%，中国人保 179 亿元、同比+5.7%。各家上市险企投资收益及公允价值变动带来损益合计同比分别为中国人寿-16.8%、中国平安-60.8%、中国太保-21.8%、新华保险-28.5%、中国人保-9.1%，权益市场波动拖累投资收益。同时，2022H1 末 10 年期国债收益率 750 天均线较年初继续下降 7.07bp，导致各家上市险企分别增提寿险及健康险保险责任准备金：中国人寿 141 亿元、中国平安 110 亿元、中国太保 51 亿元、新华保险 31 亿元、中国人保 11 亿元。

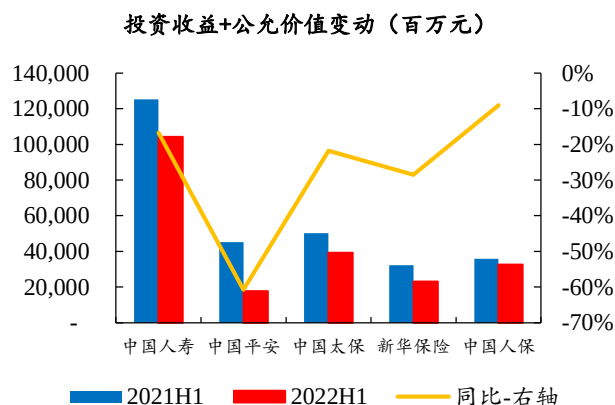
同时，中国平安、中国人保归母净利润表现相对良好。中国平安主要受 2021 年上半年华夏幸福资产减值造成较低基数，若剔除华夏幸福减值影响，归母净利润同比-23.5%；中国人保主要受财险板块综合成本率同比降 1.2pct 至 96.0%带动承保利润同比+52.5%至 82.5 亿元，承保利润增长带动归母净利润有所改善。

图4：2022H1 上市险企归母净利润受投资收益影响承压



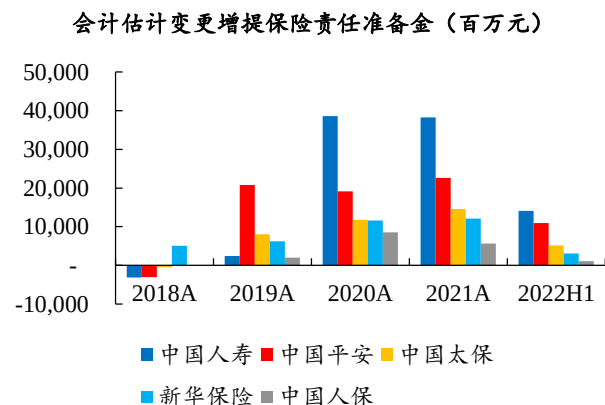
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图5：权益市场波动导致投资收益同比承压



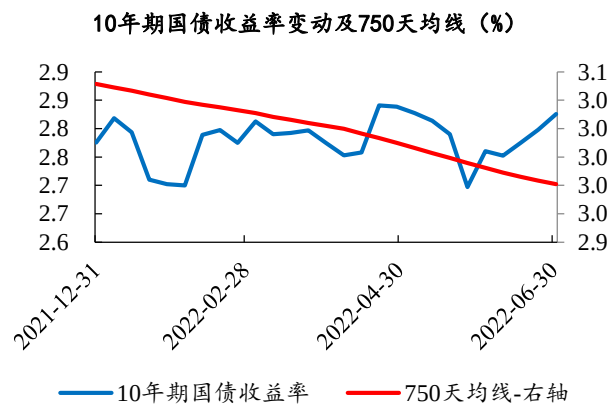
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图6：上市险企因会计估计变更增提保险责任准备金



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

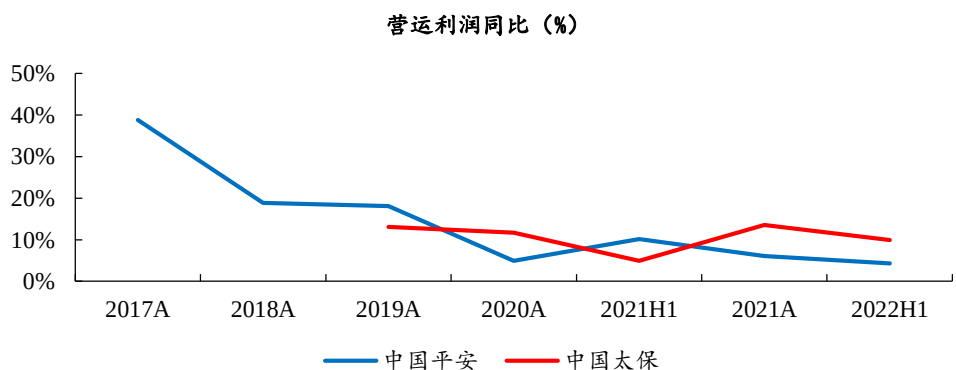
图7：2022H1 末 750 天 10 年期国债均线下降 7.07bp



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

营运利润稳步增长，平安银行及寿险板块表现良好。2022 上半年中国平安归母营运利润 853 亿元、同比+4.3%，主要受银行及寿险板块分别同比+25.6%、+18.0%带动，中国太保归母营运利润 201 亿元、同比+9.9%。

图8：中国平安、中国太保营运利润同比有所放缓



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

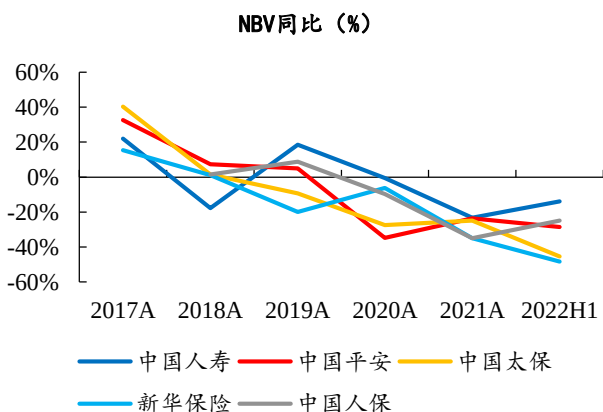
表2：银行及寿险业务带动中国平安集团营运利润表现良好

中国平安营运利润（百万元）	2021H1	2022H1	2022H1
集团归母营运利润	81,836	85,340	4.3%
寿险及健康险业务营运利润	49,495	58,398	18.0%
财险保险业务营运利润	10,741	8,343	-22.3%
银行业务营运利润	10,191	12,802	25.6%
资产管理业务	5,078	4,400	-13.4%
科技业务	6,236	4,909	-21.3%
其他业务及合并抵消	-2,835	-3,512	23.9%
集团合并	81,836	85,340	4.3%

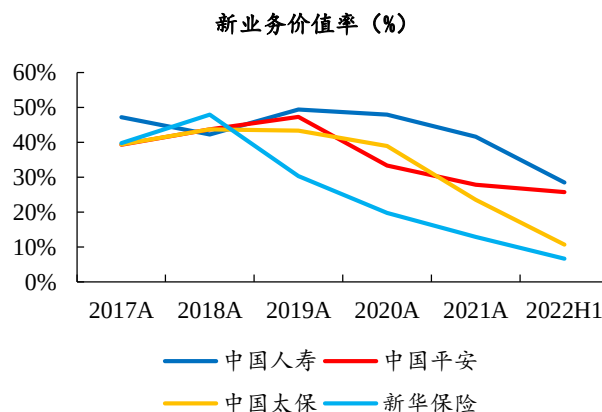
数据来源：中国平安公司公告、开源证券研究所

1.2、寿险：margin 下降拖累 NBV 承压，转型先验指标已有改善

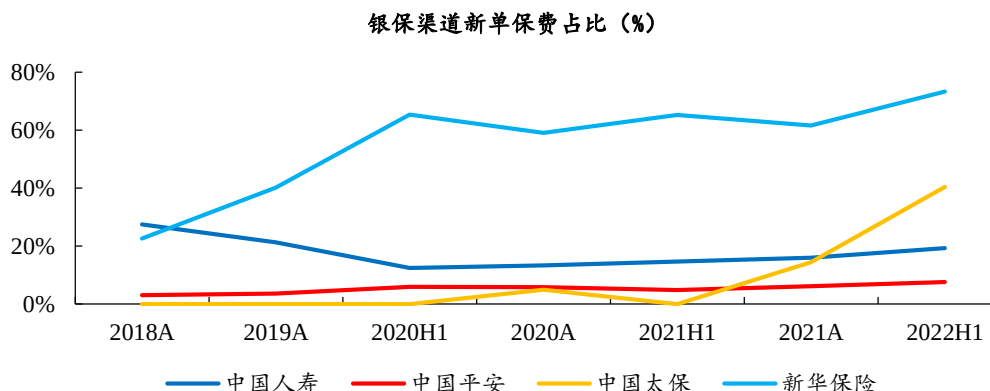
Margin 下降拖累 NBV 承压，主要系产品及渠道结构改变影响。2022H1 上市险企 NBV 及同比分别为：中国人寿 257.5 亿元、同比-13.8%，中国平安 195.7 亿元、同比-28.5%，中国太保 56.0 亿元、同比-45.3%，新华保险 21.1 亿元、同比-48.4%，中国人保 23.5 亿元、同比-24.8%，中国人寿、中国平安同比降幅较 2022Q1 有所收敛，但上市险企 NBV 同比仍然承压。NBV 同比承压主要原因系产品结构及渠道结构变化带来的 margin 下降，其背后反映行业转型仍处攻坚期以及客户产品需求更加偏重储蓄型产品，2022H1 各上市险企 margin 分别为中国人寿 28.5%（同比-7.7pct）、中国平安 25.7%（-5.5pct）、中国太保 10.7%（-14.7pct）、新华保险 6.6%（-5.6pct）。

图9：上市险企 NBV 同比均承压


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图10：上市险企新业务价值率 2022H1 均有所下降


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图11：2022H1 上市险企银保渠道新单保费占比有所提升


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表3：中国平安长期保障型产品新单保费规模同比明显下降

用来计算 NBV 的首年保费	2021H1	2022H1	同比
长期保障型产品	9,252	4,144	-55.2%
长交保障储蓄混合型	10,695	9,558	-10.6%
短交保障储蓄混合型	30,202	28,508	-5.6%
短期险	2,609	2,510	-3.8%

数据来源：中国平安公司公告、开源证券研究所

注：数据单位为百万元。

表4：中国平安部分类型产品 margin 有所下降

Margin (%)	2021H1	2022H1	同比变动
长期保障型产品	100.8	93.6	-7.2
长交保障储蓄混合型	55.8	47.4	-8.4
短交保障储蓄混合型	21.0	20.8	-0.2
短期险	78.1	83.5	5.4

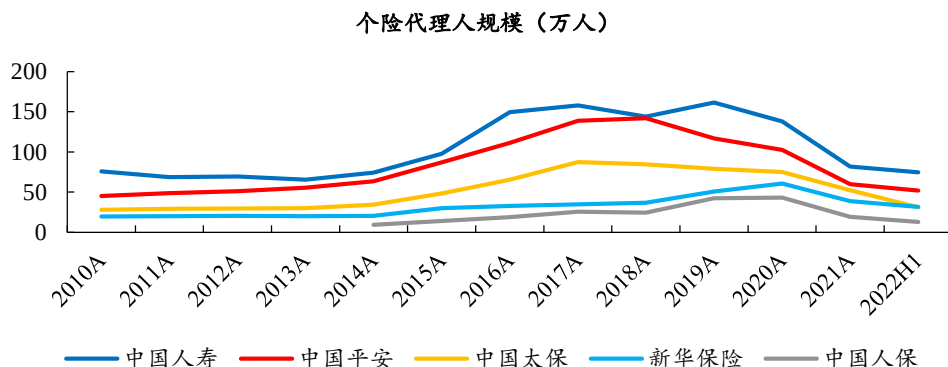
数据来源：中国平安公司公告、开源证券研究所

行业转型仍处攻坚期，活动率等先行指标已有一定改善。上市险企 2022H1 末个险渠道人力分别为中国人寿 74.6 万人、中国平安 51.9 万人、中国太保 28.1 万人、新华保险 31.8 万人、人保寿险 12.9 万人，分别较年初下降 9.0pct、13.5pct、40.6pct（中国太保为月均人力）、18.3pct、30.6pct，保持下降趋势，中国人寿、中国平安较 2022Q1 末人力仍分别下降 3.4 万人、1.9 万人，寿险行业转型仍在进程中，人力清虚提质增效有所展现。

中国平安活动率同比上升 11.5pct 至 55.4%，中国太保举绩率同比上升 13.9pct 至 64.0%。我们认为活动率或举绩率可作为本次寿险转型的先行指标，主要有 2 个原因：（1）历史活动率或举绩率过低，队伍存在部分虚挂人力，清除虚假人力是本次转型的目标之一；（2）代理人持续活动或出单说明其在保险行业持续深耕，一方面提升专业能力，另一方面提升客户服务能力，并能够营造良好的业务开展氛围，持续稳定的业务经营模式也是本次转型的目标之一。但目前活动率提升存在人力规模下降后基数带来的影响，后续仍需关注活动率提升幅度以及队伍规模稳定后活动率提升情况。

产能方面，各家险企受人力规模下降以及产品结构变动影响，均有明显提升，同比分别提升中国人寿 53.5%至 17532 元、中国平安 55.1%至 19060 元、中国太保 34.4%至 7895 元、新华保险 1.3%至 4683 元。

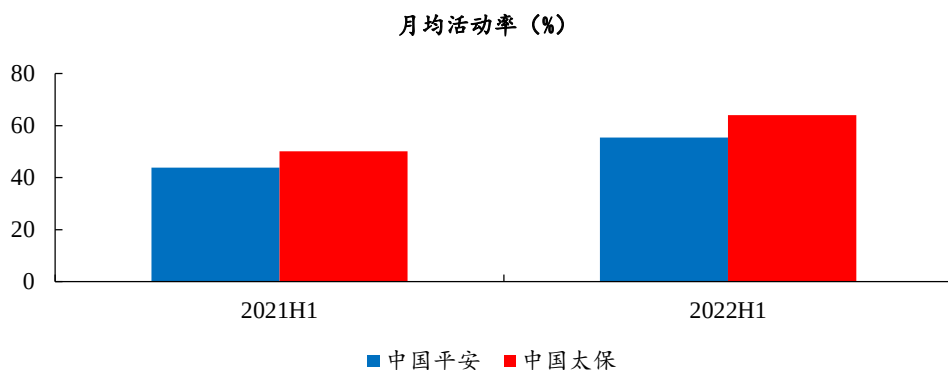
图12：2022H1 上市险企代理人规模继续下降



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：中国人保 2022H1 数据为人保寿险大个险营销队伍人力；中国太保为月均人力。

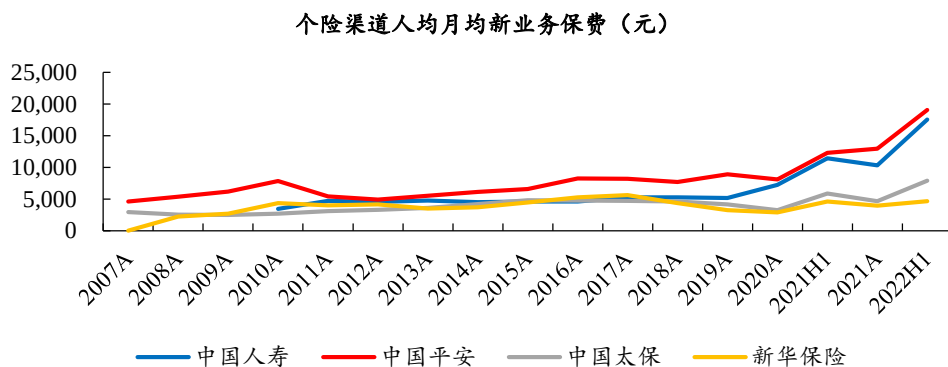
图13：2022H1 中国平安、中国太保活动率有所提升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：中国太保为举绩率。

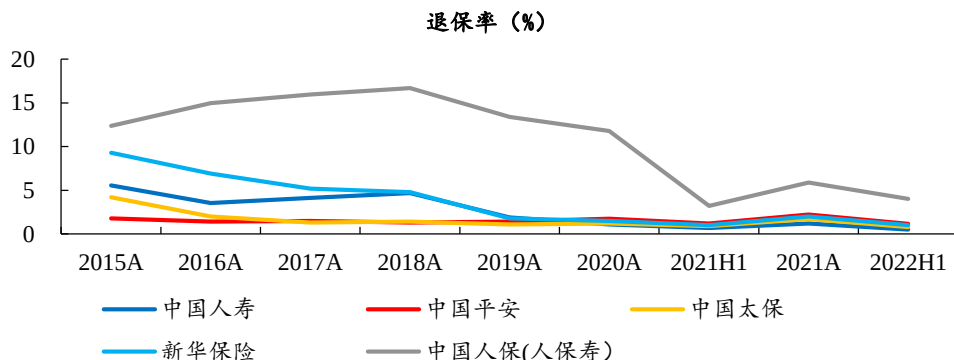
图14：2022H1 上市险企个险渠道代理人人均产能继续提升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

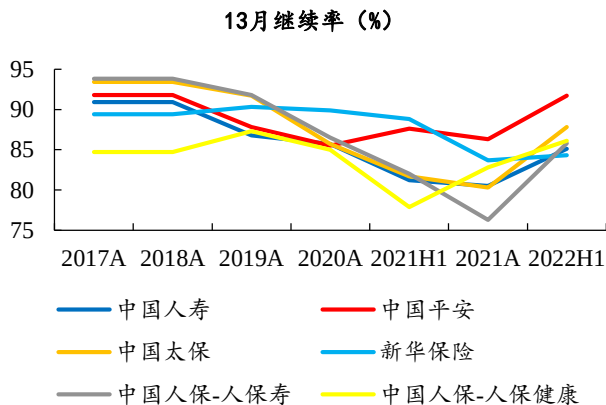
退保率略有改善，多数险企 13 月、25 月继续率背离。2022H1 多数上市险企退保率有所下降，中国人寿退保率同比下降 0.16pct 至 0.51%、中国平安降 0.03pct 至 1.16%、中国太保降 0.10pct 至 0.80%、新华保险持平为 1.0%、人保寿险提升 0.8pct 至 4.0%。继续率方面，中国人寿、中国平安、中国太保 13 月继续率有所改善，25 月继续率下降，新华保险 13 月及 25 月继续率均有所下降，预计受公司主动调整人力规模时点影响带来差异。

图15：2022H1 多数险企退保率有所改善



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

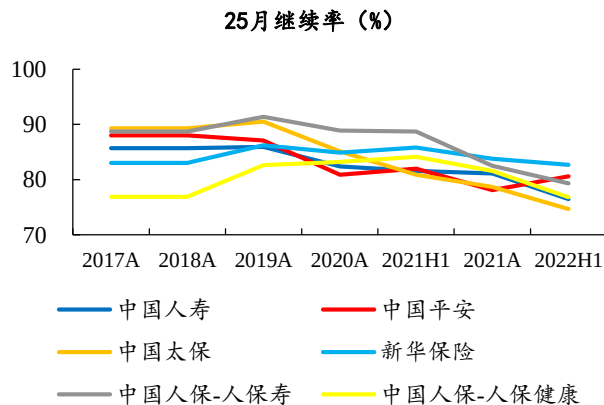
图16：2022H1 多数险企 13 月继续率有所改善



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：中国人寿为 14 月继续率。

图17：2022H1 多数险企 25 月继续率下降



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

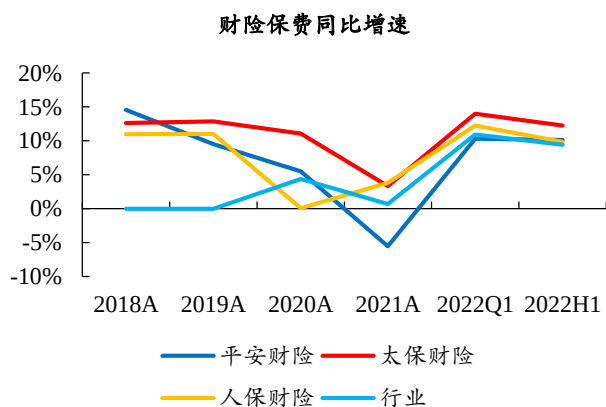
注：中国人寿为 26 月继续率。

1.3、财险：车险维持高景气度，综合成本率有所下降

车险维持高景气度，农险及意健险带动非车占比提升。2022 年上半年上市险企财险保费及同比分别为：人保财险 2766.7 亿元、同比+9.9%，平安财险 1467.9 亿元、同比+10.1%，太保财险 915.7 亿元、同比+12.3%，主要受到车险、农险及意外与健康险带动。2022 年上半年受多地疫情散发影响，3-5 月乘用车销量短期承压，疫情好转后，线下活动恢复活跃，乘用车销量恢复增长，带动车险销售维持高景气度，2022H1 车险保费分别同比人保财险+6.7%、平安财险+7.3%、太保财险+7.9%。同时，意外及健康险受到疫情带动居民保障意识提升影响，低件均标准化医疗险以及惠民保产

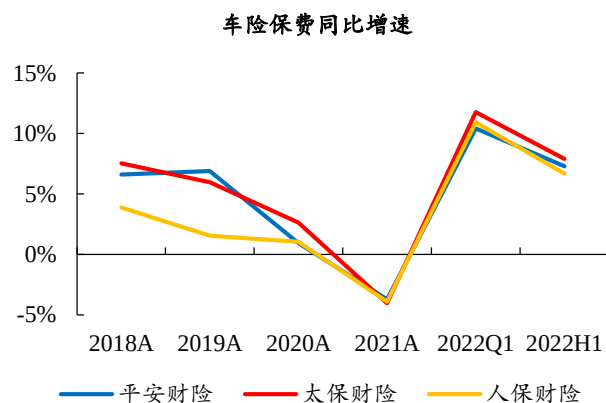
品销量或有所提升，叠加农险把握政策性机会，共同带动非车险保费增长，同比分别为人保财险+12.8%、太保财险+17.6%、平安财险+15.8%，非车险占比有所提升，分别为人保财险 53.4%、平安财险 34.9%、太保财险 47.4%。

图18：上市险企财险保费保持同比增长



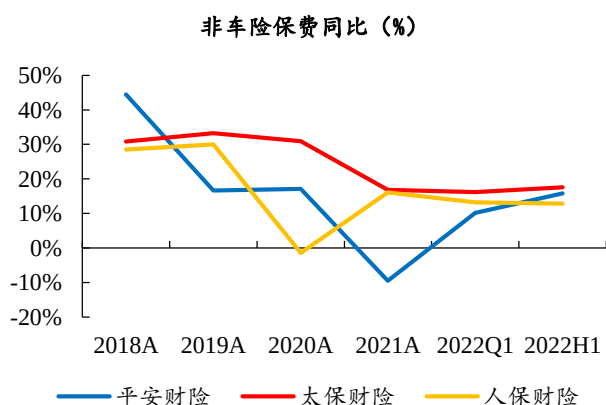
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图19：上市险企车险保费保持同比增长



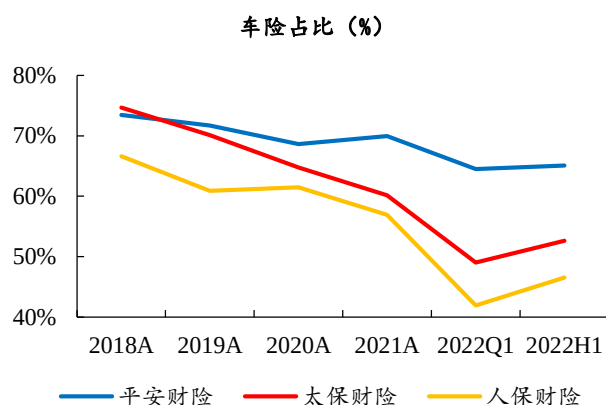
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图20：非车险受意健险及农险带动增长



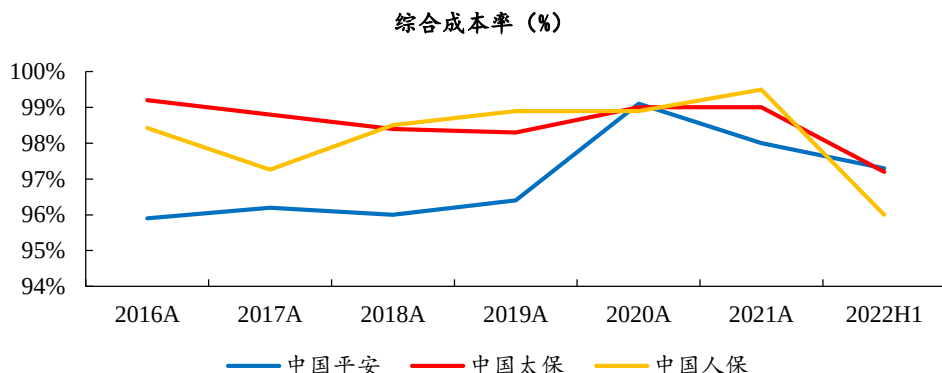
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图21：车险占比较 2021 年有所下降

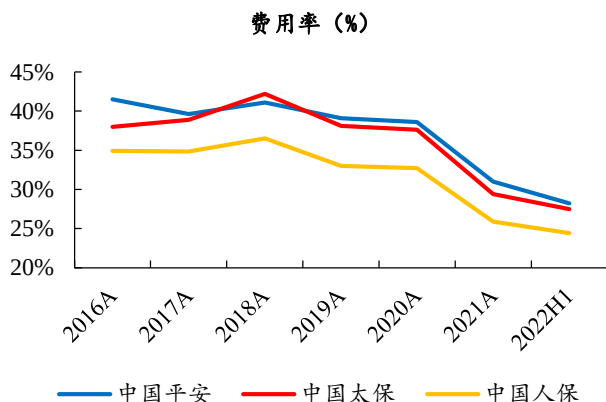


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

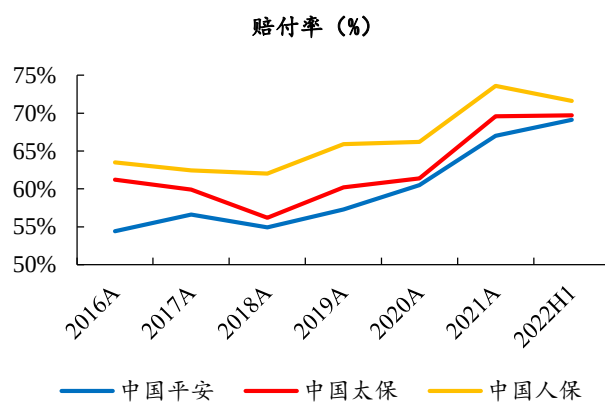
综合成本率有所改善，费用率呈下降趋势，赔付率略有分化。2022H1 财险综合成本率分别为人保财险 96.0%、平安财险 97.3%、太保财险 97.2%，人保财险、太保财险同比分别下降 1.2pct 和 2.1pct，平安财险上升 1.4pct，主要系平安财险受疫情多点散发导致保证保险赔付支出上升引起差异。同时，各家险企优化定价、数据模型，加强风险筛查以及加强费用管控，费用率均有所下降，赔付率受疫情影响车辆出行降低出险率有所下降，人保财险赔付率下降 0.2pct 至 71.6%，费用率下降 1.0pct 至 24.4%，太保财险赔付率下降 0.4pct 至 69.7%，费用率下降 1.7pct 至 27.5%，平安财险赔付率上升 2.2pct 至 69.1%，费用率下降 0.8pct 至 28.2%。

图22：2022年上半年各家险企财险综合成本率有所下降


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图23：各险企费用率均呈现下降趋势


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

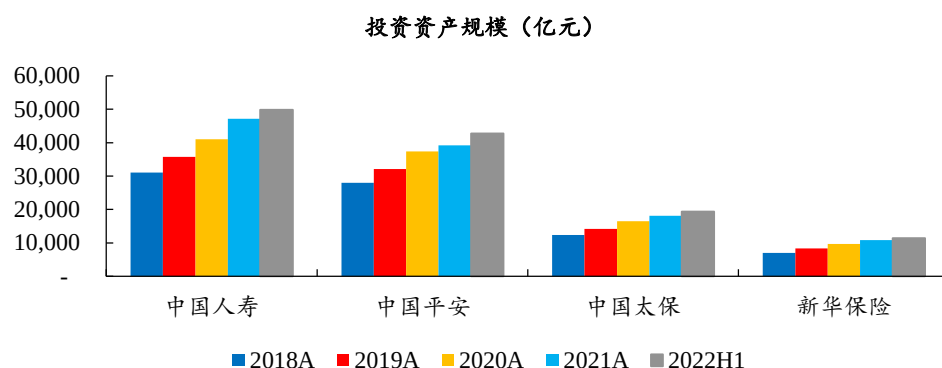
图24：2022H1 各家赔付率有所分化


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

1.4、资产：投资资产规模稳步增长，总投资收益率下降

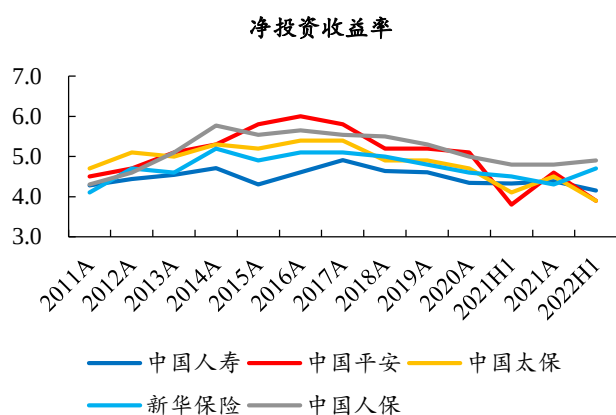
投资资产规模稳步增长，总投资收益率有所下降。上市险企总投资资产稳步增长，2022H1 中国人寿总投资资产规模 4.97 万亿元、较年初+5.5%，中国平安 4.27 万亿元、较年初+9.1%，中国太保 1.94 万亿元、较年初+7.1%，新华保险 1.14 万亿元、较年初+5.3%，中国人寿 1.23 万亿元、较年初+2.8%。多数险企净投资收益率受到长端利率下行影响，整体仍呈下行态势，2022 年上半年年化净投资收益率分别为中国人寿 4.15%（同比-0.18pct）、中国太保 3.9%（同比-0.2pct）、中国平安 3.9%（同比+0.1pct）、新华保险 4.7%（同比+0.2pct）、中国人寿 4.9%（同比+0.1pct）；总投资收益率受权益市场波动拖累，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人寿较均 2021H1 下降，分别为 4.2%（同比-1.5pct）、3.1%（同比-0.4pct）、3.9%（同比-1.1pct）、4.2%（同比-2.3pct）、5.5%（同比-1.2pct）。

图25：各上市险企 2022 年上半年投资资产规模保持增长



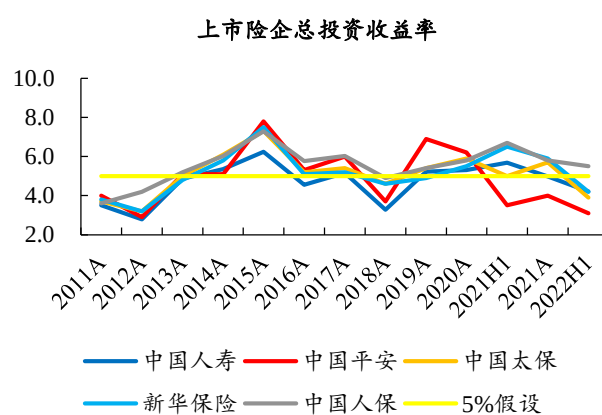
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图26：多数险企净投资收益率仍呈现下行趋势



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

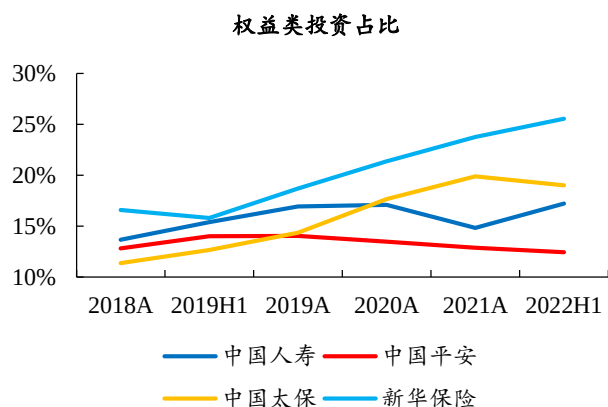
图27：上市险企总投资收益率受权益市场影响承压



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

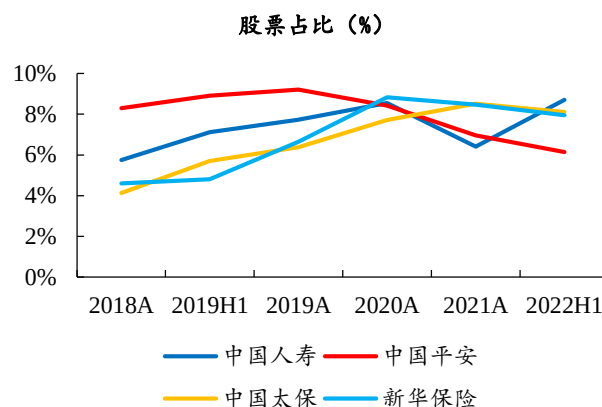
权益资产配置策略分化，现金及定期存款配置均有所提升。2022 年上半年中国人寿、新华保险增配权益资产，分别较年初提升 2.4pct、1.8pct 至 17.2%、25.6%，中国平安、中国太保分别减配 0.4pct、0.9pct 至 12.4%、19.0%，其中中国人寿股票占比提升 2.3pct 至 8.7%，中国平安、中国太保、新华保险分别降 0.9pct、0.4pct、0.5pct 至 6.1%、8.1%与 8.0%，权益资产配置策略有所分化。同时，各家现金及定期存款均有所提升，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险占比分别为 13.1%（较年初+0.3pct）、8.7%（+0.6pct）、13.8%（+0.2pct）、17.9%（+0.9pct）。

图28：权益类资产配置策略有所分化



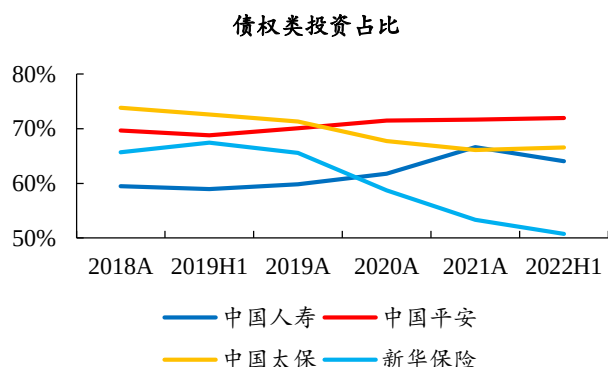
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图29：上市险企股票配置占比三降一升



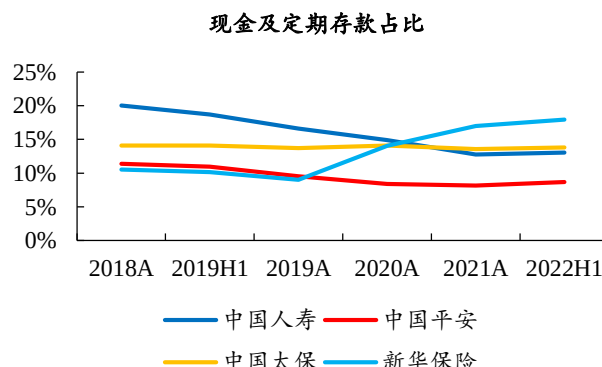
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图30：债权类资产占比分化



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图31：现金及定期存款占比均有所提升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

房地产占比总投资资产规模低于 5%，后续投资风险可控。结合上市险企披露数据以及业绩发布会公布内容，我们测算上市险企房地产敞口占比总投资资产约为中国人寿 4%、中国平安 4.5%、中国太保 4.6%，占比 EV 约为中国人寿 15.9%、中国平安 17.8%、中国太保 17.4%、新华保险 21.7%、中国人保 10.5%。考虑到上市险企持有不动产倾向于匹配其长久期负债，中国平安 2022 年中报披露其物权形式持有规模占比总不动产余额为 52.0%，且地产链条风险逐渐释放，预计后续投资风险相对可控。

表5：上市险企投资房地产占比总投资资产规模低于 5%

2022H1 (百万元)	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	中国人保
投资资产	4,977,712	4,270,779	1,941,167	1,140,365	1,230,807
EV 规模	1,250,877	1,441,261	509,078	258,873	350,373
投资性不动产	13,144	115,857	11,624	9,301	14,377
投资性不动产占比投资资产	0.3%	2.7%	0.6%	0.8%	1.2%
投资性不动产占比 EV	1.1%	8.0%	2.3%	3.6%	4.1%
业绩会披露占比投资资产	低于 4%	4.5%	4.6%	非标占比与同业接近	3%
依据披露测算占比 EV	15.9%	17.8%	17.4%	21.7%	10.5%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：业绩会披露占比投资资产项中，中国平安、中国太保为 2022 年中报披露测算值。

1.5、偿付能力：业务主体公司偿付能力充足率相对稳健

偿付能力充足率变动较小，业务主体公司核心偿付能力充足率依旧稳健。2022H1 末，中国人寿、平安寿险、太平洋财险核心偿付能力充足率略有下降，分别降 7.3pct、4.9pct、11.5pct 至 169.1%、137.6%、173.0%，仍保持相对充足稳健水平，明显高于监管要求。综合偿付能力充足率方面，上市险企主要业务主体公司充足率均在 200%以上，处于相对充足稳健水平。

表6：上市险企核心偿付能力充足率、综合偿付能力充足率均处于稳健充足水平

偿付能力充足率	核心偿付能力充足率			综合偿付能力充足率		
	2022Q1	2022H1	环比变化	2022Q1	2022H1	环比变化
中国人寿	176.4%	169.05%	-7.34%	247.6%	235.6%	-12.0%
平安寿险	142.5%	137.6%	-4.90%	251.3%	245.3%	-6.0%
平安产险	167.5%	172.7%	5.20%	207.1%	217.5%	10.4%
太平洋人寿	147.0%	151.0%	4.00%	247.0%	248.0%	1.0%
太平洋财险	184.5%	173.0%	-11.50%	234.3%	225.0%	-9.3%
新华保险	144.2%	146.3%	2.06%	239.7%	240.9%	1.2%
人保财险	203.0%	208.0%	5.00%	235.0%	236.0%	1.0%
人保寿险	136.0%	145.0%	9.00%	224.0%	233.0%	9.0%
人保健康	90.0%	110.0%	20.0%	180.0%	219.0%	39.0%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2、投资建议

应对老龄化趋势，商业养老保险有望成为险企新增长点。2022 年以来，我国发布多项政策推动个人养老金发展，其中 2022 年 4 月 21 日，国务院办公厅发布《关于推动个人养老金发展的意见》，为我国养老保障体系的第三支柱个人养老金正式发布顶层设计，居民可通过资金账户购买银行理财、储蓄存款、商业养老保险及公募基金等产品并享受一定税收优惠。目前看，养老公募基金、养老理财及养老储蓄产品相关试点政策文件已经发布，据中国证券网 2022 年 8 月 18 日报道，预计银保监会将于近期出台推动专属商业养老保险常态化经营的文件，上市险企有望受益。

表7：我国 2022 年以来已出台多项政策推动个人养老金发展

时间	政策名称
2022 年 2 月 21 日	中国银保监会发布《关于扩大专属商业养老保险试点范围的通知》
2022 年 2 月 25 日	中国银保监会办公厅关于扩大养老理财产品试点范围的通知
2022 年 4 月 21 日	国务院办公厅关于推动个人养老金发展的意见
2022 年 5 月 10 日	中国银保监会关于规范和促进商业养老金融业务发展的通知
2022 年 6 月 14 日	人社部 财政部 国家税务总局 银保监会 证监会关于印发《关于推动个人养老金发展的意见》宣传提纲的通知
2022 年 6 月 24 日	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 年 7 月 29 日	中国银保监会办公厅 中国人民银行办公厅关于开展特定养老储蓄试点工作的通知

资料来源：国务院官网、人社部、财政部、银保监会、证监会、开源证券研究所

寿险行业转型曙光显现，当仍需时间落实生根。2022H1 各家上市险企 NBV 同比承

压，但仍可观察到部分险企活动率或举绩率有所改善，一定程度上说明转型略有成果，但仍需时间观察人力规模稳定后改善幅度以及各险企活动率预计目标值。行业转型难言一蹴而就，但时间是验证转型方向及举措正确性的唯一方式，预计 2022H2 NBV 同比或受基数影响有所改善，但整体改善幅度预计有限，多数险企 2022 年全年 NBV 同比或承受双位数负增长。

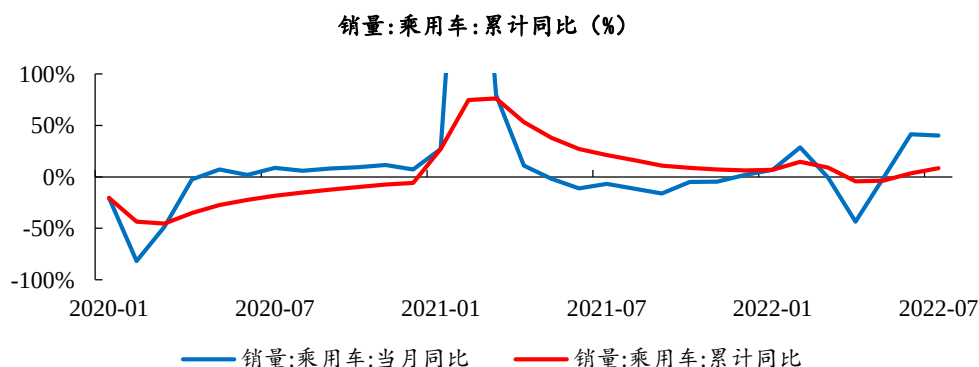
表8：预计多数上市险企 2022 年全年 NBV 同比或承受双位数负增长

NBV 及同比 (百万元；%)	2021A	同比	2022H1	同比	2022E	同比
中国人寿	447.80	-23.3%	257.45	-13.8%	403.45	-9.9%
中国平安	378.98	-23.6%	195.73	-28.5%	320.92	-15.3%
中国太保	134.12	-24.8%	55.96	-45.3%	96.41	-28.1%
新华保险	59.80	-34.9%	21.12	-48.4%	44.32	-31.2%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

车险有望维持高景气度，农险及意健险带动非车险增长。车险综改后，车险保费同比进入上行区间，景气度不断提升，但受到局部地区新冠疫情反弹影响，线下活动受限，乘用车销量于 2022 年 3-5 月连续 3 月负增长，车险保费同比增速有所放缓。非车险中，意健险持续高增，2022H1 人保财险意健险保费同比+14.2%、太保财险健康险保费同比+28.2%、平安财险意健险保费同比+26.4%，预计系互联网低件均医疗险以及大病保险、惠民保等具有社会保障型险种带动。同时，2022 年 2 月国务院发布了《关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》，强调 2022 年要实现三大粮食作物完全成本保险和种植收入保险主产省产粮大县全覆盖，农险继续实现快速增长，2022 年前 6 月农险保费同比+30.0%，中国财险 2022H1 农险保费同比+24.2%。车险未来或随财政部及各地汽车消费刺激政策带动维持高景气度，非车险将受到意健险需求释放及农险深化推进带动保持高增，财险景气度有望维持。

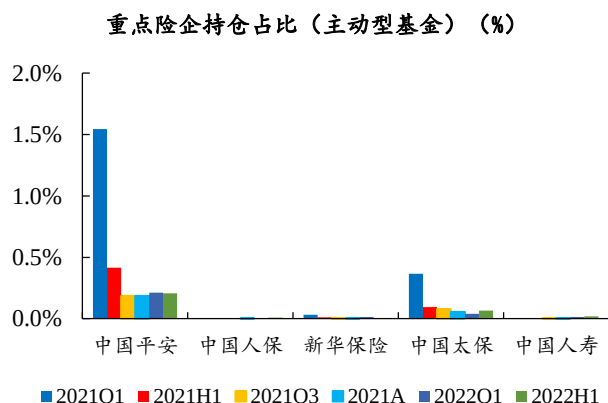
图32：2022 年 5 月后乘用车销量同比迎来回升



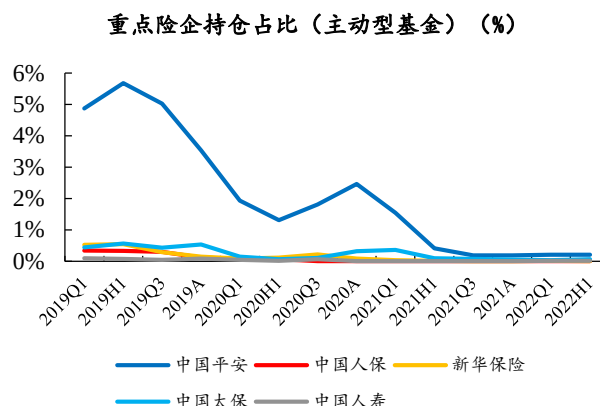
数据来源：中汽协、开源证券研究所

注：2021 年 2 月当月同比为+416.9%。

持仓处于历史低位，交易具备一定安全垫。机构持仓层面看，2022Q2 末主动性基金重仓股中保险板块占比仅 0.3%，相对 A 股低配 1.9%，中国平安持仓占比 0.21%，季度环比持平，中国太保持仓占比 0.07%，季度环比上升 0.03pct，持仓较低，处于相对左侧，交易拥挤度相对较低。

图33：2022H1 主动型基金保险股持仓处近两年低位


数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：2022H1 主动型基金保险股持仓有所下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

短期关注资产端边际改善，下半年观察月度环比以及开门红预期博弈。我国新冠疫情虽然各地偶有散发，但随着精准防控，整体已步入合理防控区间，宏观经济或随疫情管控良好及稳增长政策出台逐步修复，带动资产端边际改善，受益标的中国人寿。长期看，寿险行业仍处转型进展攻坚期，2022年下半年转型效果或进一步巩固，关注活动率或举绩率后续变化，人均产能将作为效果指标进行后验。我们预计2022年下半年受基数、转型效果微显等原因NBV同比降幅或有所收敛，但收敛幅度或较小，环比上半年改善可能性较低，全年改善预计较小。同时，2023年开门红预期或受2022年基数及转型效果显现成为市场关注重点。总体看，财险方面我们推荐车险景气度逐步复苏以及非车险保持高增带动的中国财险，寿险方面推荐转型具有确定时间表的中国平安、转型决心，力度大且具有转型成功经验的中国太保。

表9：受益标的估值表-寿险

当前股价及评级表			EVPS			PEV			BVPS		PB		评级
证券代码	证券简称	2022/9/13	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2021A	2022E	
601318.SH	中国平安	45.06	76.34	85.11	94.54	0.59	0.53	0.48	44.44	49.17	1.01	0.92	买入
601601.SH	中国太保	21.52	51.80	55.71	60.29	0.42	0.39	0.36	23.57	24.05	0.91	0.89	买入
601628.SH	中国人寿	31.46	42.56	45.94	49.37	0.74	0.68	0.64	16.93	18.16	1.86	1.73	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：中国人寿预测数据来自于Wind一致预期。

表10：受益标的估值表-财险

当前股价及评级表			EPS				PE			BPS		PB		评级
证券代码	证券简称	2022/9/13	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2021A	2022E		
2328.HK	中国财险	8.84	1.23	1.61	1.91	7.19	5.49	4.63	11.16	11.35	0.79	0.78	买入	

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上表数据单位为港元。

3、风险提示

经济复苏不及预期；寿险转型进展慢于预期；疫情导致管控趋严。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn