

寿险资产承压但队伍企稳，财险量质齐升 重申配置机遇

——上市险企 3Q22 季报综述

核心观点

- **整体表现：投资拖累利润表现，偿付能力水平充足。** 1) 利润方面，受资本市场影响前三季度利润表现持续承压，其中纯寿险公司压力更甚，综合险企韧性更强，营运利润增长较为稳健；折现率下行推动准备金新增计提，虽下降幅度趋缓导致新增规模减少，但对税前利润负面影响仍较大。2) 偿付能力方面，充足率较中期小幅波动，整体仍较为可观。
- **人身险：NBV 延续负增长，代理人规模边际企稳。** 1) 规模方面，总保费增幅有限，主要受制于个险新单增长，但银保重要性逐步提升，一定程度上缓解个险压力；此外，保障产品销售承压的背景下，以增额终身寿险为代表的储蓄型产品更获青睐。2) 价值方面，产品结构和渠道结构调整的背景下，Margin 同比有所下降，叠加新单销售不及预期，共同拖累 NBV 表现，但除国寿三季度降幅小幅扩大外，平安和太保均呈边际收窄态势。3) 人力方面，代理人降维边际收窄，较 1H22 环比降幅在 10% 及以上，看好低平台上的产能提升空间。
- **财产险：三季度有所回暖，COR 小幅改善。** 上市财险均实现 10% 以上的稳定增长，除平安信用保证险赔付支出上升外，整体 COR 有所优化。1) 车险业务上，三季度以来车险保费边际显著改善，马太效应逐步强化，费用率和赔付率同步改善推动 COR 优化，在明年新能源车购置税继续减免的优惠政策刺激下，我们对车险保费增速较为乐观。2) 非车险业务上，上市险企增长动能强劲，推动占比同比提升 1.5pp 以上，此外，险企通过对赔付的统筹管控和精细化运作使得成本率相对可控，我们对非车业务前景保持乐观。
- **投资端：TII 下滑明显，NII 调整幅度在 0.3pp 之内。** 今年以来资本市场表现不佳，上证指数与沪深 300 下滑 17% 和 23%，拖累权益表现，总投资收益率同比降幅在 1pp 至 3pp 区间；中债 10 年期国债到期收益率前三季度小幅下调 1.53bps 至 2.76%，使得上市险企年化净投资收益率同比小幅调整幅度在 0.3pp 之内。
- **展望：机构持仓反弹，养老机遇渐进，把握开门红配置机遇。** 1) 仓位：机构持仓连续两季度反弹，截至 9M22 末板块持仓达 0.20%，但仍处历史底部区间，且低配幅度仍处高位。2) 政策：监管近年来持续出台政策规范行业秩序，呵护健康发展，我们认为后续养老第三支柱发展空间广阔，建议把握保险公司产品优势下的行业发展机遇。3) 开门红：各大险企加速产品落地，考虑当前储蓄型产品需求旺盛及长期利率下行趋势，结合开门红产品具有独特的保本属性，我们预计 2023 年开门红阶段存在超预期的可能性。

投资建议与投资标的

- 代理人队伍逐步企稳，开门红节奏加速，寿险改革成效有望逐步显现；车险量质齐升逻辑夯实，非车险成本管控与增长动能可观，马太效应逐步强化；板块处历史低估值区间，考虑年底风格切换等因素，当前保险股配置价值较高，维持行业看好评级，重视板块配置机遇。
- 看好马太效应逐步强化的龙头**中国财险(02328, 买入)**，看好寿险改革稳步推进的**中国平安(601318, 买入)**，关注“长航行动”成效逐步显现的**中国太保(601601, 未评级)**以及开门红有望超预期的**中国人寿(601628, 未评级)**。

风险提示

- 新单销售不及预期，长端利率持续下行，权益市场大幅波动，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 11 月 04 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

个人养老金明确 EET+3%税率，参与率提升增厚市场空间：——国常会关于个人养老金相关政策解读 2022-09-28

寿险边际改善，财险景气上行：——上市险企 1H22 中报综述 2022-09-08

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

目录

1. 整体表现：投资拖累利润表现，偿付能力水平充足	4
1.1 利润：投资波动拖累利润表现，综合险企韧性更强	4
1.2 偿付能力：充足率较中期小幅波动，且仍较为丰厚	5
2. 基本面分析：人身险仍承压，财险马太效应强化	6
2.1 人身险：NBV 延续负增长，代理人规模边际企稳	6
2.1.1 规模：个险低迷但银保强劲，储蓄险更获青睐	6
2.1.2 价值：新单承压及 Margin 下滑，拖累 NBV 表现	8
2.1.3 人力：降幅边际收窄，产能有所提升	8
2.2 财产险：三季度有所回暖，COR 小幅改善	9
2.2.1 车险：三季度显著回暖，COR 持续优化	10
2.2.2 非车险：增长动能强劲，盈利能力保持乐观	11
2.3 投资端：TII 下滑明显，NII 调整幅度在 0.3pp 之内	12
3. 展望：机构持仓反弹，养老机遇渐进，把握开门红配置机遇	14
3.1 仓位：持仓连续两季反弹，但低配幅度仍处高位	14
3.2 政策：监管呵护行业健康发展，把握养老产业产品优势	15
3.3 开门红：积极推进落地，有望实现超预期	16
4. 投资建议	18
5. 风险提示	18

图表目录

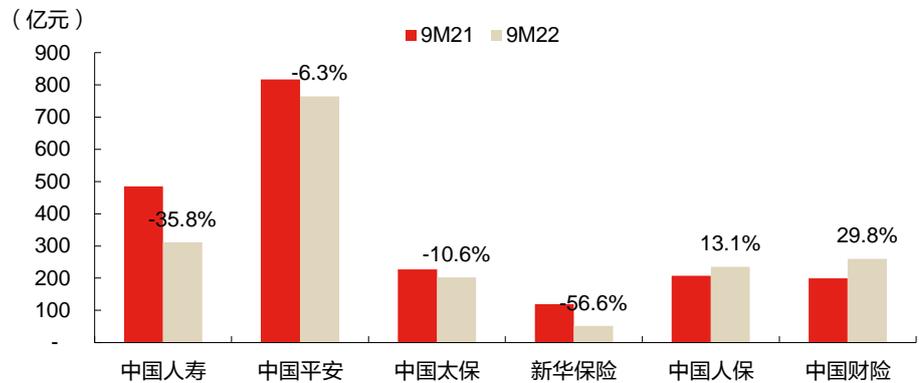
图 1: 上市险企 2022 年前三季度归母净利润同比增速表现	4
图 2: 上市险企 2022 年单季度归母净利润同比增速表现	4
图 3: 中国平安 2022 年前三季度分业务营运利润同比增速表现	5
图 4: 大型上市险企准备金新增计提与折现率变动	5
图 5: 大型上市险企偿付能力充足率表现	6
图 6: 上市险企 2022 前三季度寿险总保费收入及同比增速	7
图 7: 上市险企 2022 前三季度寿险新单保费及同比增速	7
图 8: 上市险企 2022 前三季度寿险业务单季同比增速表现	7
图 9: 上市险企寿险累计 NBV 同比增速表现	8
图 10: 平安寿险业务价值与新单表现	8
图 11: 上市险企个险代理人规模边际企稳	9
图 12: 上市险企 2022 前三季度财产险保费同比增速表现	9
图 13: 上市险企 2022 前三季度车险保费占比同比下降	9
图 14: 上市险企 2022 前三季度 COR 表现	10
图 15: 上市险企 2022 前三季度产险 COR 拆解	10
图 16: 上市险企车险保费 2022 年前三季度同比增速表现	10
图 17: 上市险企车险保费单季度同比增速表现	10
图 18: 人保和太保 2022 前三季度车险 COR 变化	11
图 19: 近一年单月新车销量与车险表现呈正相关	11
图 20: 上市险企非车险保费 2022 年前三季度同比增速表现	11
图 21: 上市险企 2022 前三季度非车险保费占比逐步抬升	11
图 22: 人保财险主要非车险业务保费同比增速及 COR 表现	12
图 23: 今年以来资本市场和利率市场表现	13
图 24: 上市险企 2022 年前三季度年化总投资收益率表现	13
图 25: 上市险企 2022 年前三季度年化净投资收益率表现	13
图 26: 主要上市险企 2022 三季度末投资资产规模较年初增速	14
图 27: 3Q2018-3Q2022 保险板块自由流通市值占比、基金持仓占比及低配幅度	15
图 28: 3Q2021-3Q2022 保险板块 TOP5 重仓股持仓占比变动	15
表 1: 银保渠道新单保费表现	8
表 2: 2022 年至今保险业相关政策梳理	16
表 3: 2023 年中国人寿开门红产品汇总	17
表 4: 2023 年中国平安开门红产品汇总	18

1. 整体表现：投资拖累利润表现，偿付能力水平充足

1.1 利润：投资波动拖累利润表现，综合险企韧性更强

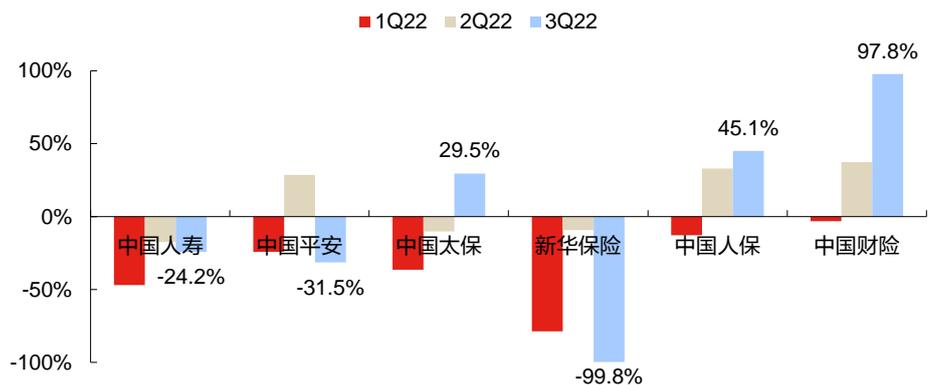
投资波动拖累利润表现，综合险企韧性更强，单季增速表现各异。除人保及其财险子公司外，其他上市险企归母净利润均呈现下滑趋势，主要系权益市场波动导致投资收益不及预期，进而影响利润表现，但综合保险公司平安和太保利润相对纯寿险公司更具优韧性，降幅显著更优。边际来看，上市险企单季度表现各异，其中人保、财险子由于 3Q21 大灾导致赔付高基数而使得 3Q22 赔付比例下降 35%，进而实现单季大幅增长；而新华由于权益市场配置更高导致受到的冲击更为显著，整体来看上市险企呈现边际承压态势。

图 1：上市险企 2022 年前三季度归母净利润同比增速表现



数据来源：公司公告，东方证券研究所

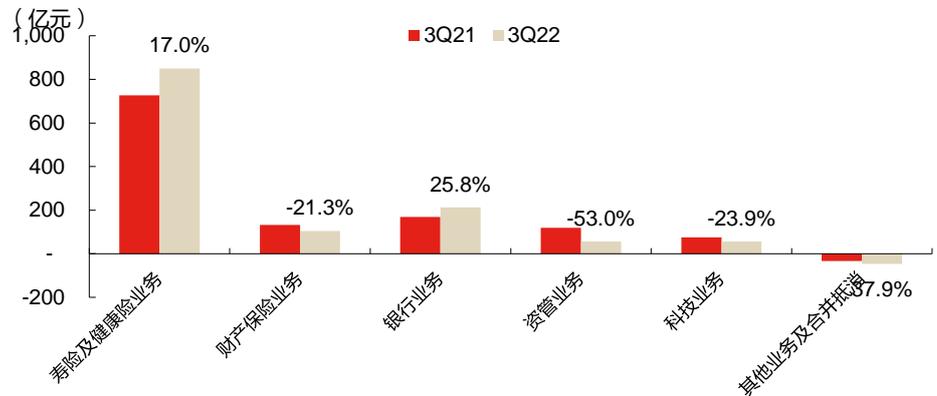
图 2：上市险企 2022 年单季度归母净利润同比增速表现



数据来源：公司公告，东方证券研究所

平安营运利润稳健增长，主要系人身险、银行业务拉动。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。我们观察到平安 2022 年前三季度营运利润同比增长 3.8% 至 1233 亿元，其中人身险和银行业务分别同比提升 17% 和 26%，在集团营运利润中占比达 69% 和 17%，稳定了营运利润的增长势头。

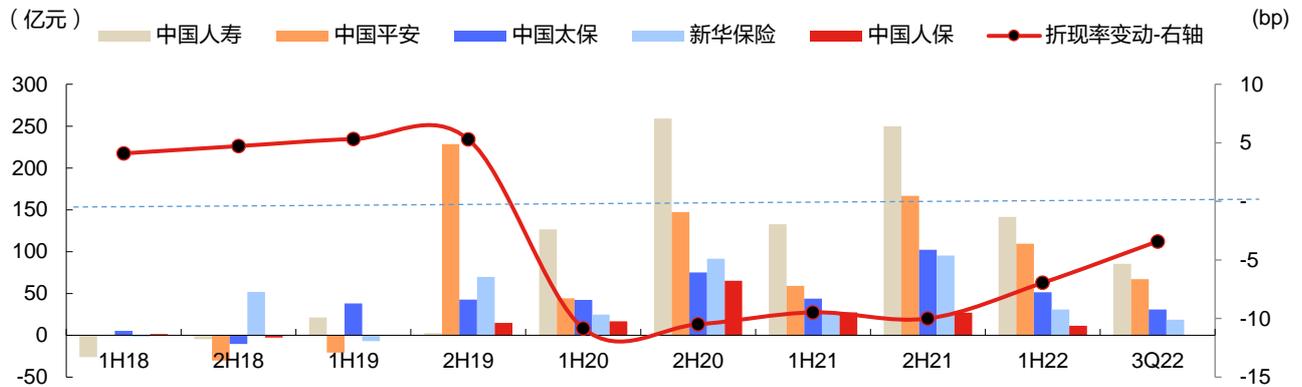
图 3：中国平安 2022 年前三季度分业务营运利润同比增速表现



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，新增规模减少但对税前利润负面影响仍较大。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，2022 年三季度单季下行 3.41bps，降幅边际收窄，但前三季度仍下行约 10.36bps。折现率下降导致准备金新增计提增加，但由于下降幅度趋缓，新增规模有所减少，然而在利润受投资端影响大幅下滑的背景下，准备金对税前利润的负面影响仍然较大，国寿、新华 2022 前三季度新增准备金分别为 227 亿元（对税前利润影响为-81%，下同）、49 亿元（-145%）；而综合型险企受影响程度相对较弱，平安、太保对 2022 前三季度税前利润影响分别为-17.5%、-37.0%。

图 4：大型上市险企准备金新增计提与折现率变动



注：中国人保未披露三季度会计估计变更数据，1H22 及之前为半年度变动，3Q22 为单季度变动。

数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

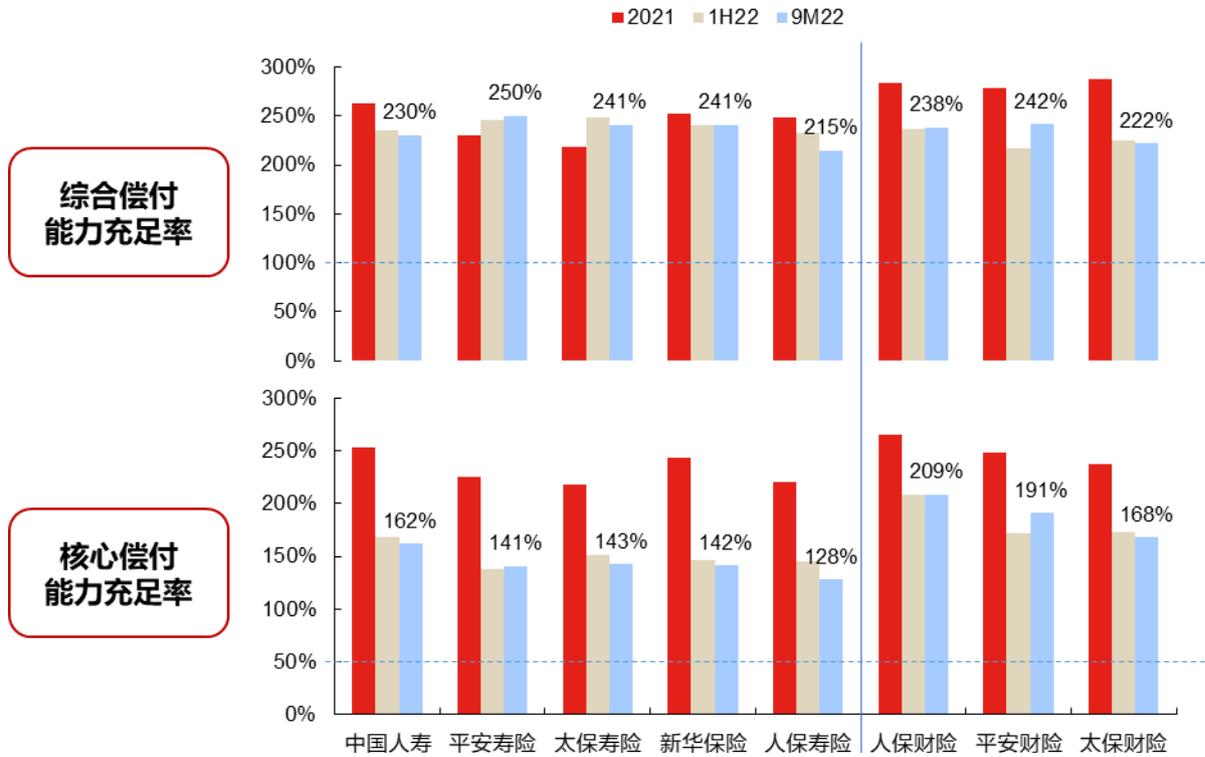
1.2 偿付能力：充足率较中期小幅波动，且仍较为丰厚

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。三季度末来看，除了平安财险偿付能力充足率较中期上升约 20pp，人保寿险较中期下滑约 17pp 外，其他险企较中期均在 10pp 以内的小幅波动，偿付能力仍较为可观。我们认为大

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。

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 5：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. 基本面分析：人身险仍承压，财险马太效应强化

2.1 人身险：NBV 延续负增长，代理人规模边际企稳

2.1.1 规模：个险低迷但银保强劲，储蓄险更获青睐

总保费增幅有限，主要受制于个险新单增长。国寿、平安、太保、新华 2022 年前三季度总保费分别为 5541 亿元（YoY+0.1%）、3822 亿元（YoY-2.5%）、1897 亿元（YoY+4.4%）、1378 亿元（YoY+0.9%），总保费增长动能较弱，主要受制于新单增长，具体来看：

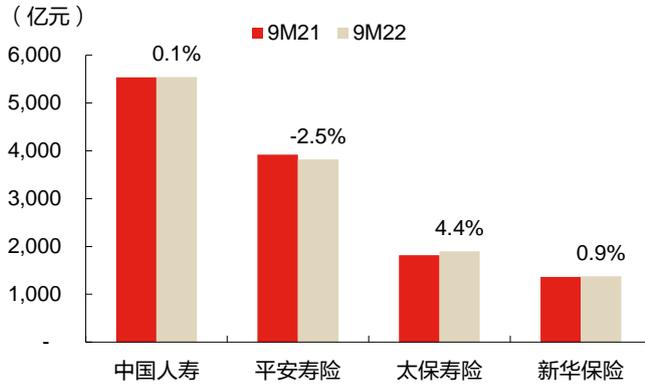
1) 国寿 2022 前三季度新单保费 1713 亿元，YoY+6.3%，在 1Q22 开门红实现同业领先的优势下，二三季度边际继续呈现改善态势，稳定行业龙头地位，我们认为主要系渠道更为下沉的背景下受宏观经济影响较弱，消费需求受影响程度较小；

2) 平安 2022 前三季度用以计算 NBV 的新单保费同比下降 12.9%，且三个单季度均有所承压，我们认为系队伍深化改革中代理人下滑导致的产能低迷；

3) 太保 2022 前三季度新单保费同比增长 30.9%，其中银保渠道大幅增长 10.7 倍，对业务的拉动效果显著，若仅考虑代理人渠道，则前三季度新单同比下滑 25.8%，不过值得注意的是，个险新单已呈现逐步好转态势（1Q22、1H22 分别为-44.1%、-35.1%）；

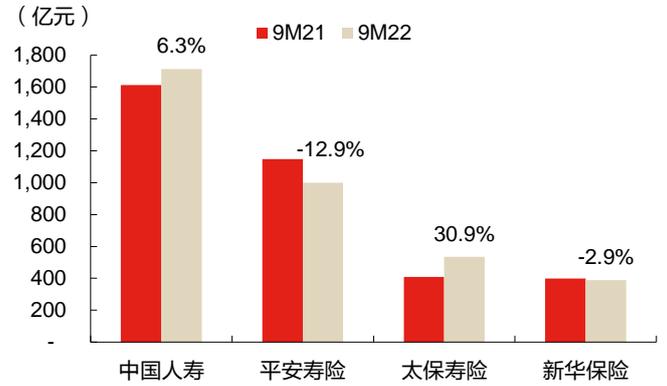
4) 新华 2022 前三季度新单保费 388 亿元, YoY-2.9%, 但其中短期险同比降幅 20.5%, 成为拖累增速主因, 相较之下长险新单同比仅小幅下滑 0.5%, 较 1Q22、1H22 的-2.9%、-1.7%降幅持续收窄。

图 6: 上市险企 2022 前三季度寿险总保费收入及同比增速



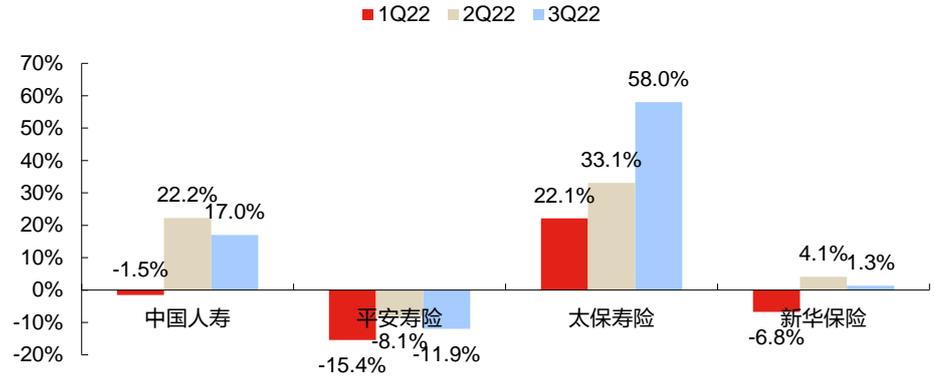
数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 7: 上市险企 2022 前三季度寿险新单保费及同比增速



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 8: 上市险企 2022 前三季度寿险业务单季同比增速表现



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

银保重要性逐步提升, 储蓄型产品更获青睐。在代理人渠道承压的环境下, 各家加码银保的策略逐步显现效果, 太保和新华 2022 前三季度银保新单分别同比增长 10.7 倍和 21%, 在新单中占比达 38.8%和 65%, 对于业务发展的稳定性有较好的支撑作用, 我们认为在财富管理发展大趋势下, 银行渠道资源优势突出, 有更丰富的客户资源, 银保有望迎来较大的发展机遇。从产品角度来看, 增额终身寿险发展势头迅猛, 其兼顾保障与储蓄的功能得到市场青睐, 也成为各家主力产品以提升市场份额。

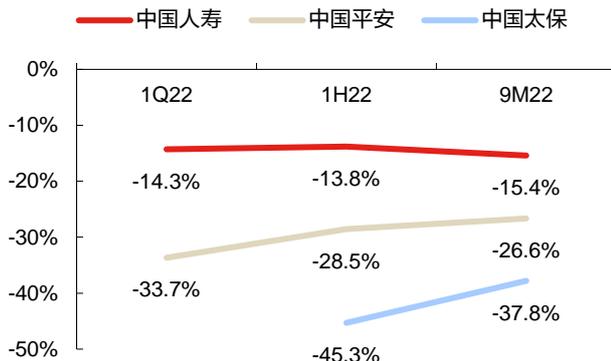
表 1：银保渠道新单保费表现

(百万元)	2021 前三季度	2022 前三季度	同比增速
中国太保	1,773	20,761	1071.0%
新华保险	20,822	25,230	21.2%
在新单中占比			
中国太保	4.3%	38.8%	34.5pp
新华保险	52.1%	65.0%	12.9pp

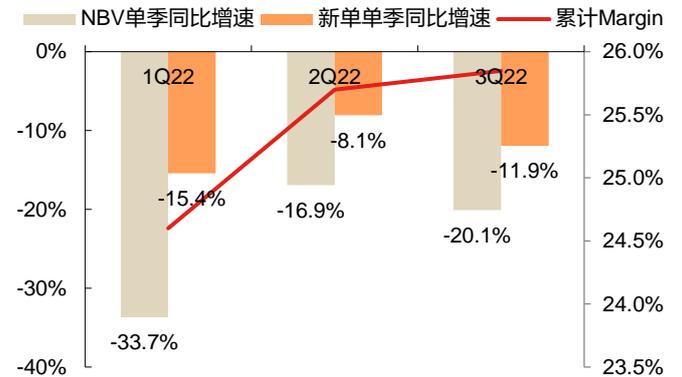
数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.1.2 价值：新单承压及 Margin 下滑，拖累 NBV 表现

产品结构调整与新单承压，NBV 延续负增长。国寿、平安、太保 2022 年前三季度 NBV 同比增速分别为-15.4%、-26.6%、-37.8%，除国寿在领先同业的前提下降幅小幅扩大外，平安和太保降幅均有所收窄，且太保实现三季度单季 NBV 增速由负转正。我们认为 NBV 整体表现承压的原因，一是产品结构的调整，去年新旧重疾切换的冲量使得 Margin 更为高企，而今年主推的增额终身寿险 Margin 相较略低，平安前三季度 Margin 虽环比有所抬升，但同比下降 4.9pp 至 25.8%；二是前文所述的新单增速持续低迷，二者叠加共同导致 NBV 延续多年的负增长态势。

图 9：上市险企寿险累计 NBV 同比增速表现


数据来源：公司公告，东方证券研究所

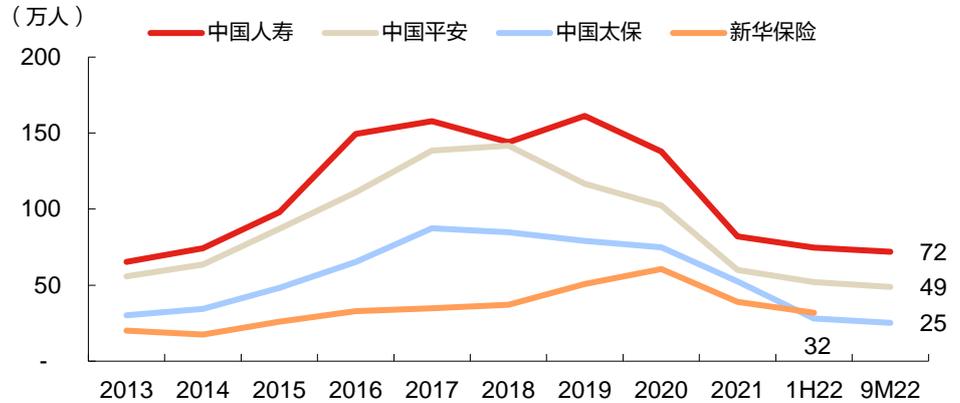
图 10：平安寿险业务价值与新单表现


数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.1.3 人力：降幅边际收窄，产能有所提升

代理人降幅边际收窄，产能呈现一定程度提升。中国人寿、平安寿险、太保寿险 2022 三季度末个险代理人队伍分别为 72 万（较年初-12.2%，较 1H22 环比-3.5%）、48.8 万（较年初-18.7%，较 1H22 环比-6.0%）、25.2 万人（较 1H22 环比下滑 10.3%），虽仍呈下滑态势，但已边际放缓，看好后续转型深化下的优质代理人增员进程。此外，队伍产能也呈现一定程度提升，1) 平安 9M22 末大专及以上学历代理人占比同比提升 4pp，2022 前三季度人均 NBV 同比提升超 22%，新增人力中“优+”占比同比提升 10.3pp，钻石队伍人均新单是整体队伍的 4.8 倍等；2) 太保强化“芯”基本法推动，三季度月均核心人力占比同比提升 7.2pp 至 23.1%，人均 FYC 同比提升 61.3%，人均收入同比提升 52.5%，队伍质量改善显著。

图 11：上市险企个险代理人规模边际企稳

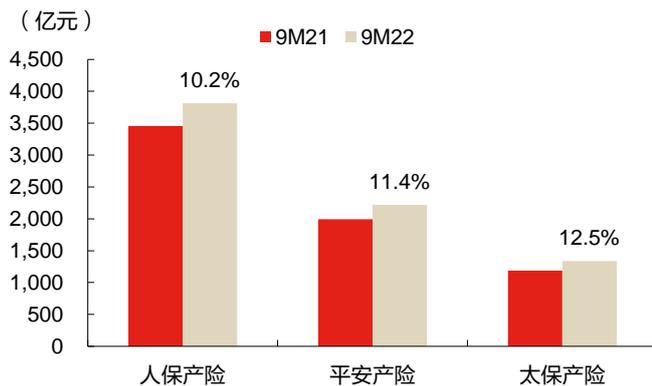


注：新华未披露 9M22 未数据；太保 2021 及之前为月均人力，1H22 及之后为时点值，其他险企均为时点值。
数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.2 财产险：三季度有所回暖，COR 小幅改善

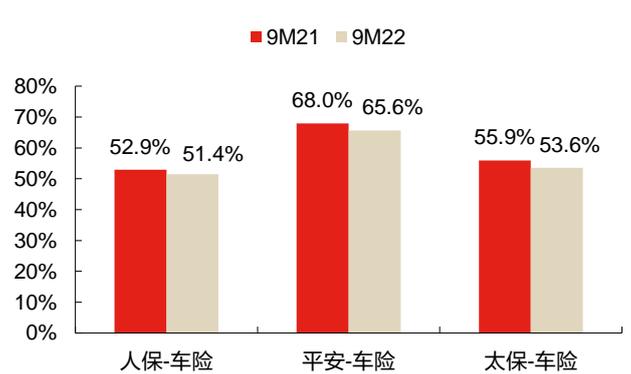
财险总保费稳健增长，业务结构逐步优化。人保财险、平安财险、太保财险 2022 前三季度保费收入分别为 3810 亿元 (YoY+10.2%)、2220 亿元 (YoY+11.4%) 和 1339 亿元 (YoY+12.5%)，其中车险保费占比分别为 51.4% (YoY-1.5pp)、65.6% (YoY-2.3pp)、53.6% (YoY-2.3pp)，业务结构逐步优化。人保、平安、太保 2022 前三季度综合成本率分别为 96.5% (YoY-2.4pp)、97.9% (YoY+0.6pp)、97.8% (YoY-1.9pp)，其中平安由于疫情影响下的保证险赔付支出上升而导致 COR 边际提升，而人保和太保的信用保证险业务影响相对更小，精细化管理下 COR 有所优化。

图 12：上市险企 2022 前三季度财产险保费同比增速表现



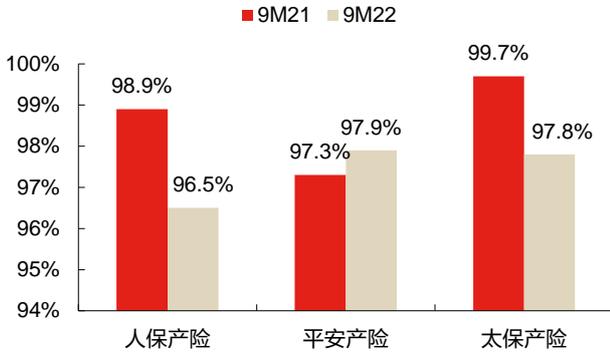
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 13：上市险企 2022 前三季度车险保费占比同比下降



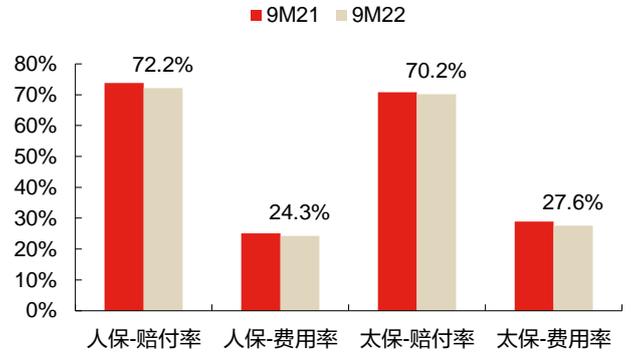
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 14: 上市险企 2022 前三季度 COR 表现



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 15: 上市险企 2022 前三季度产险 COR 拆解

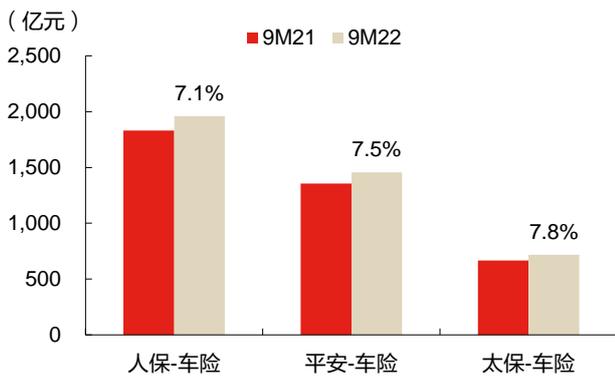


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

2.2.1 车险: 三季度显著回暖, COR 持续优化

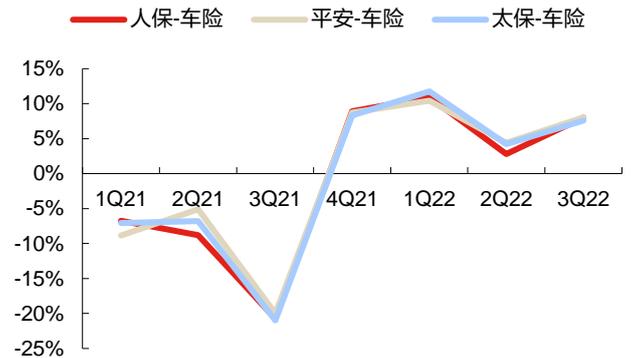
车险保费三季度显著回暖, 马太效应逐步强化。受商车综合改革影响, 车险保费自 4Q20 起持续同比负增长, 但随着一周年完成后的口径调整一致, 行业好转迹象已于去年四季度显现, 并于 1Q22 持续呈现同比增速上升趋势, 虽然二季度受疫情影响有所拖累, 但三季度在政策刺激下, 新车销量持续回升, 推动车险保费显著回暖。人保、平安、太保 2022 前三季度车险业务同比增速分别为 7.1%、7.5%和 7.8%, 均超行业 6.5%的同比增速水平。我们认为行业向上趋势正逐步夯实, 头部险企市占率稳步提升, 马太效应逐步强化, 竞争格局有望得到进一步优化。

图 16: 上市险企车险保费 2022 年前三季度同比增速表现



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 17: 上市险企车险保费单季度同比增速表现

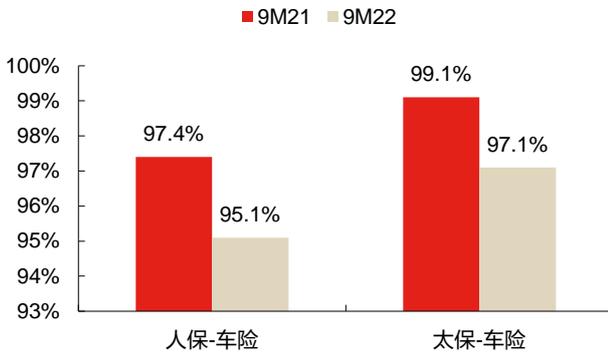


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

费用率和赔付率同步改善推动 COR 优化, 预计政策刺激下车险保费增速乐观。人保、太保 2022 年前三季度车险 COR 分别为 95.1% (YoY-2.3pp)、97.1% (YoY-2pp), 我们认为主要系综合改革引导下的费用率逐步改善, 叠加前三季度疫情影响下的出行频次降低带来的赔付支出减少共同导致。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 月以来各地对于汽车消费刺激政策的逐步出台与落地, 新车单月销量迅速回暖, 叠加明年新能源车购置税继续减免的优惠政策刺激, 我们预计车险步入量质齐升的通道逻辑夯实, 对市场展望较为乐观。

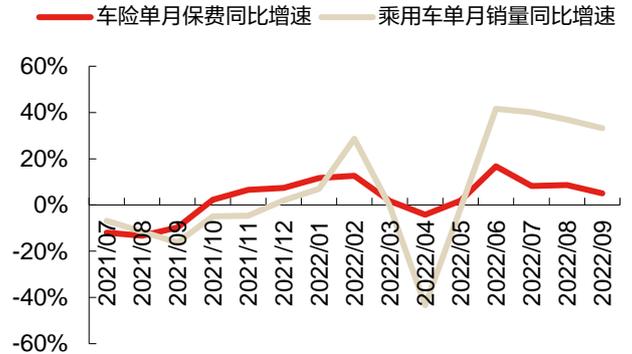
有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 18：人保和太保 2022 前三季度车险 COR 变化



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 19：近一年单月新车销量与车险表现呈正相关

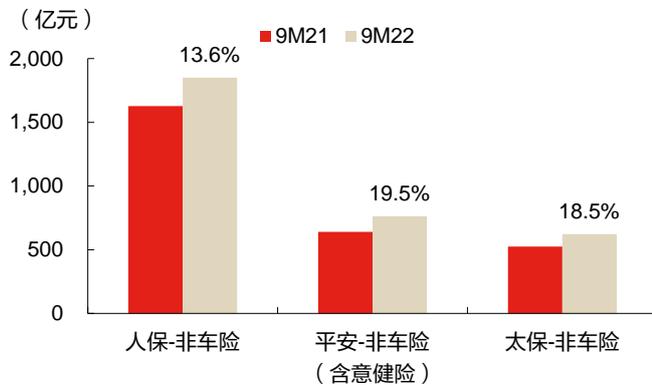


数据来源：Wind，银保监会，东方证券研究所

2.2.2 非车险：增长动能强劲，盈利能力保持乐观

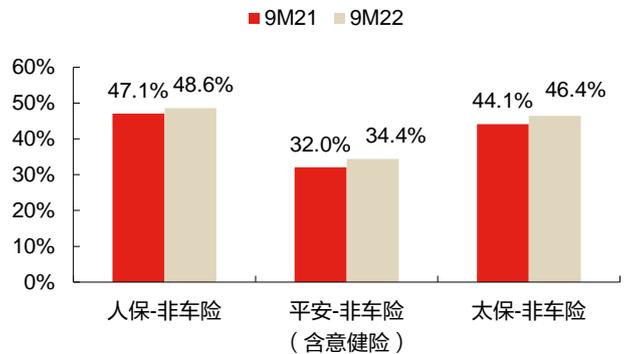
非车险增长动能强劲，推动占比持续提升。人保、平安（包括意健险）、太保 2022 前三季度非车险业务实现保费分别为 1850 亿元（YoY+13.6%）、763 亿元（YoY+19.5%）和 621 亿元（YoY+18.5%），推动非车占比分别达 48.6%（YoY+1.5pp）、34.4%（YoY+2.4pp）、46.4%（YoY+2.3pp），业务结构不断优化。

图 20：上市险企非车险保费 2022 年前三季度同比增速表现



数据来源：公司公告，东方证券研究所

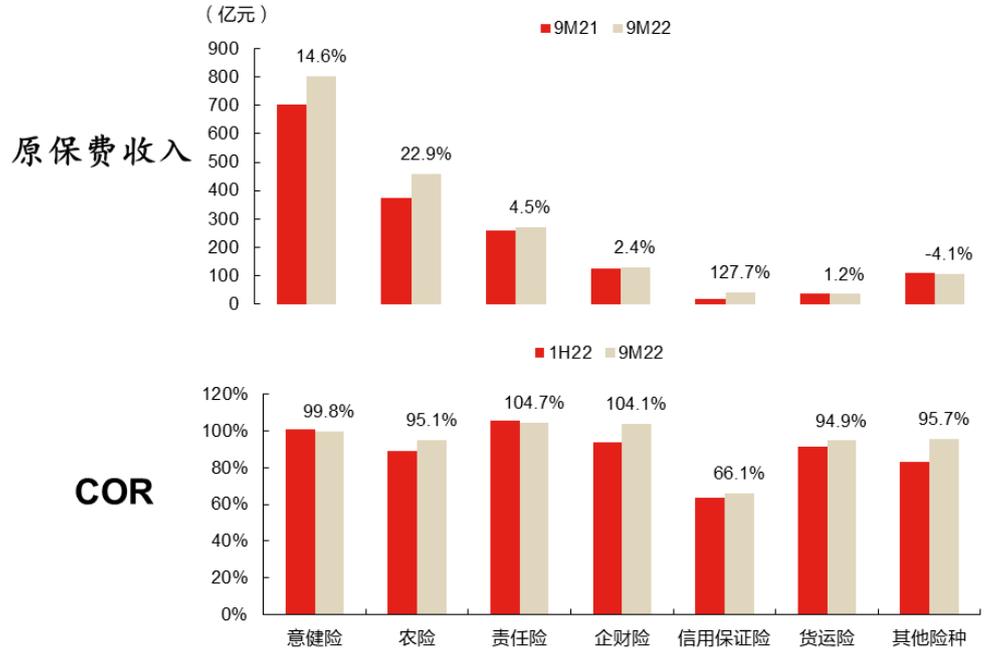
图 21：上市险企 2022 前三季度非车险保费占比逐步抬升



数据来源：公司公告，东方证券研究所

三大支柱支撑人保非车发展，多措并举推动 COR 改善。信用保证险、农险、意健险作为人保财险三大支柱增长动能强劲，2022 前三季度同比增速分别达 128%、23%、15%。公司对部分高赔付业务的综合整治，以及对理赔的统一管控初显成效，非车业务 COR 同比优化 2.9pp 至 98.4%，其中大部分险种实现了承保盈利，承保利润也扭亏为盈至 19.4 亿元，占产险总承保利润的 17.5%，对非车险业务长期盈利能力保持乐观预期。

图 22：人保财险主要非车险业务保费同比增速及 COR 表现

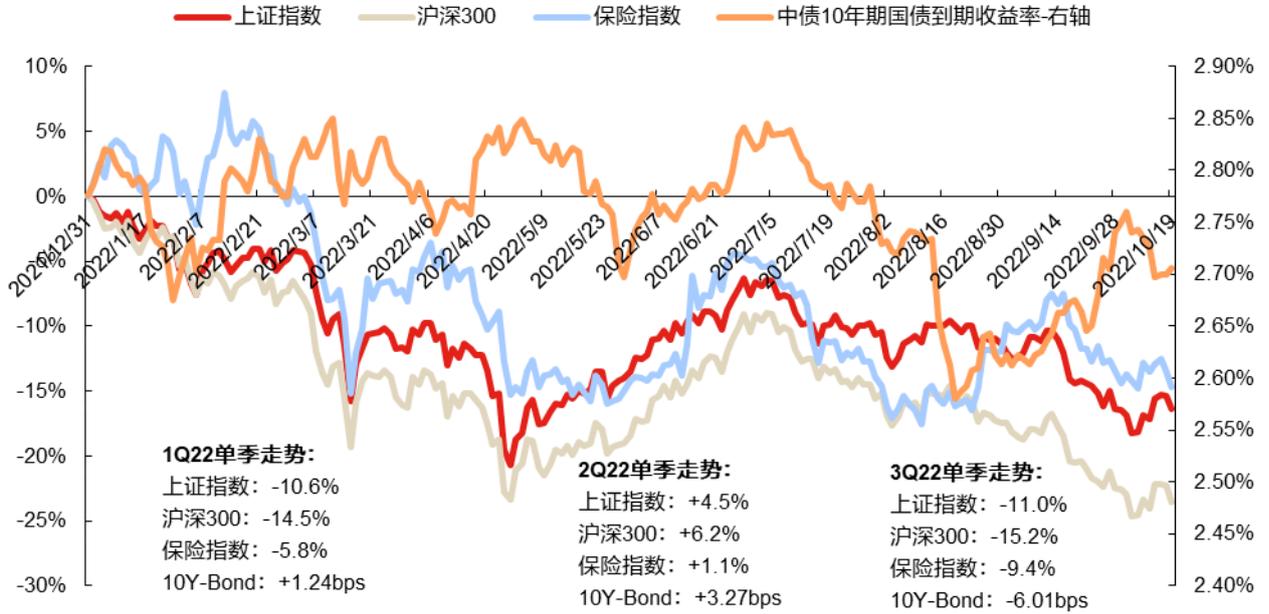


数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.3 投资端：TII 下滑明显，NII 调整幅度在 0.3pp 之内

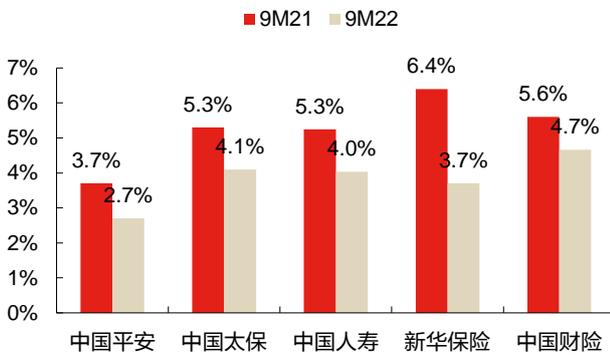
资本市场波动下 TII 下滑显著，NII 调整幅度在 0.3pp 之内。今年以来资本市场表现不佳，前三季度上证指数与沪深 300 分别下滑 16.9%和 23.0%，相应的保险指数也下滑 13.7%，拖累险企投资端权益表现，上市险企年化总投资收益率均呈现大幅下滑，同比降幅在 1pp 至 3pp 区间，纯寿险公司降幅弹性更为显著，其中新华保险由于 1Q21 兑现投资浮盈导致高基数效应，总投资收益率近乎折半。长端利率保持相对稳定，中债 10 年期国债到期收益率前三季度小幅下调 1.53bps 至 2.76%，使得上市险企年化净投资收益率同比小幅调整幅度在 0.3pp 之内。

图 23：今年以来资本市场和利率市场表现



数据来源: Wind, 东方证券研究所

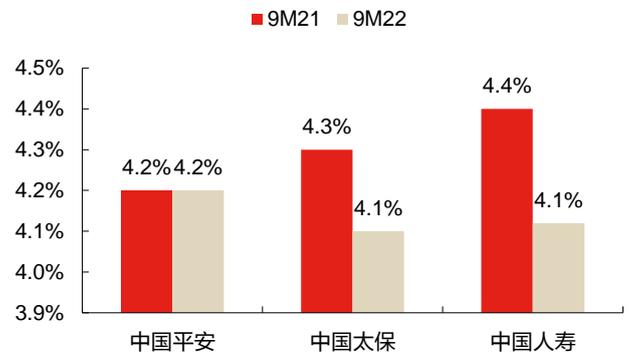
图 24：上市险企 2022 年前三季度年化总投资收益率表现



注: 中国财险数据已简单年化处理。

数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

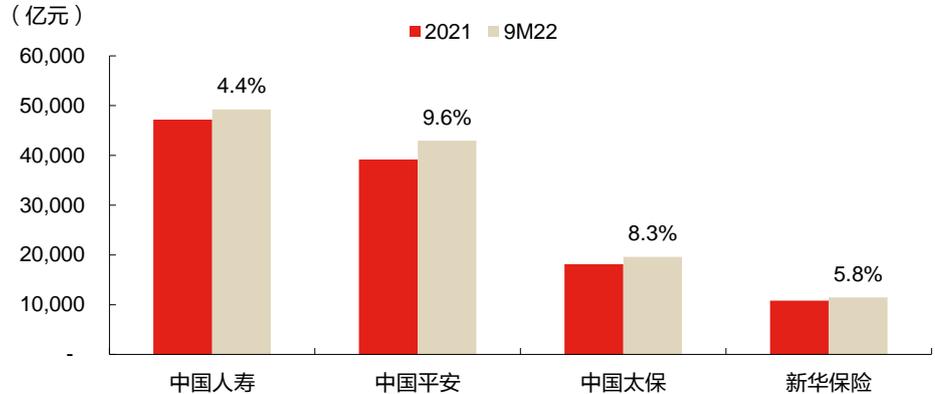
图 25：上市险企 2022 年前三季度年化净投资收益率表现



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

投资规模稳步增长，平安地产敞口缩小。截至 2022 三季度末，上市险企投资资产规模稳健增长，国寿、平安、太保、新华投资资产规模分别为 4.9 万亿元、4.2 万亿元、2.0 万亿元、1.1 万亿元，较年初增速分别为 4.4%、9.6%、8.3%、5.8%。此外，平安对于市场关注度较高的地产敞口表现更为审慎，三季度末不动产投资余额为 2065 亿元（较中期下滑 7.3%），占比较中期下滑 0.4pp 至 4.8%，其中物权资产规模稳定，股权和债权资产均有所收缩。

图 26：主要上市险企 2022 三季度末投资资产规模较年初增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

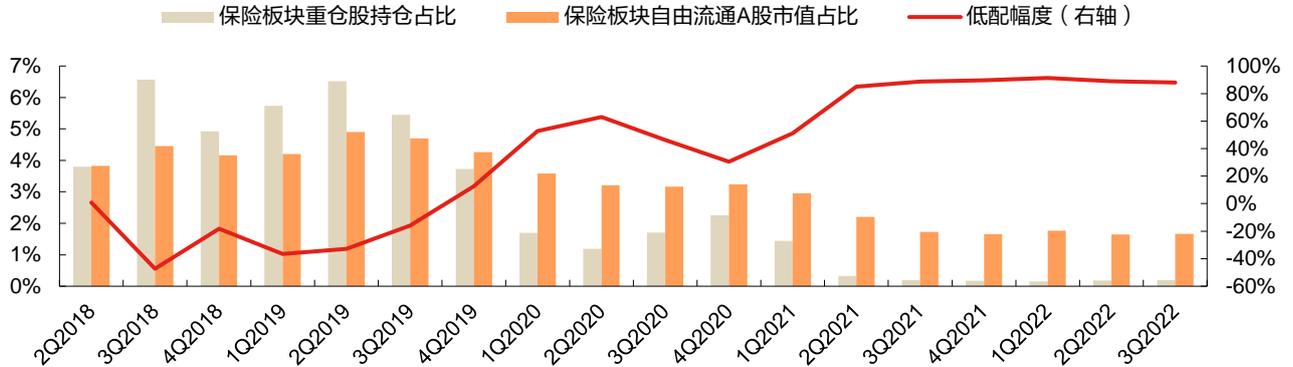
3. 展望：机构持仓反弹，养老机遇渐进，把握开门红配置机遇

3.1 仓位：持仓连续两季反弹，但低配幅度仍处高位

保险持仓比例连续两季反弹，板块低配幅度呈现连续改善。3Q22 保险板块的公募重仓股持仓占比结束连续 5 个季度下滑之后，已实现连续两季反弹，负债端边际改善以及估值修复带动板块情绪升温。截至 9M22 末，保险板块的持仓占比已由 1Q22 的 0.15% 增至 0.20%，与去年同期持平，但仍处于历史底部区间。同时，保险板块的全市场自由流通市值占比为 1.66%，环比 1H22 增加 0.02pp。板块的低配幅度已经出现连续改善的趋势，截至 9M22 末的保险板块低配幅度环比 1H22 的 88.86% 降至 88.02%，同样结束连续 5 个季度的增长之后，实现连续第 2 个季度下滑，但保险板块的低配幅度仍然处于历史高位。

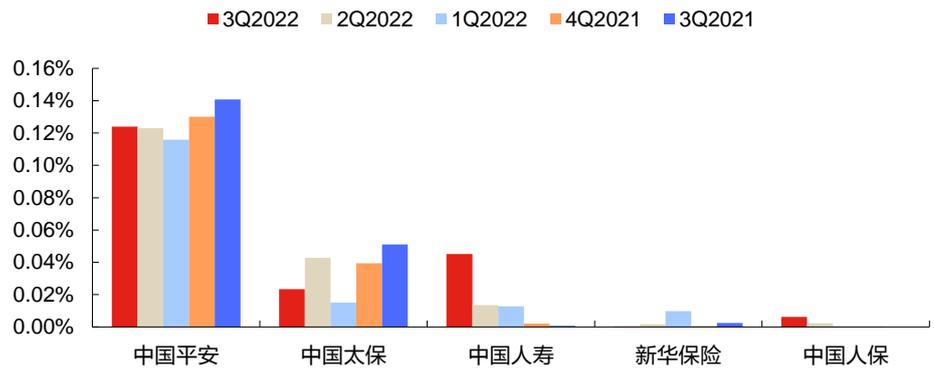
保险板块 TOP5 重仓股持仓比例“有增有减”。TOP5 重仓股整体持仓比例连续三季度改善，较去年同期小幅增加，由 9M21 的 0.195% 增至 9M22 的 0.199%，机构持仓集中度有所提升。按持仓市值来看，TOP5 重仓股内部次序相较 1H22 变化不大，中国平安仍占据榜首；公募基金所持中国人寿市值增加 6.71 亿元，上升第二。按持仓比例来看，TOP5 重仓股中，中国平安、中国人寿、中国人保持仓比例较上季增加，分别增加 0.1bp、3.2bp、0.4bp，其中国寿加仓较为明显，刷新 4Q20 以来历史新高；中国太保、新华保险持仓比例下降。

图 27：3Q2018-3Q2022 保险板块自由流通市值占比、基金持仓占比及低配幅度



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 28：3Q2021-3Q2022 保险板块 TOP5 重仓股持仓占比变动



数据来源：Wind，东方证券研究所

3.2 政策：监管呵护行业健康发展，把握养老产业产品优势

监管规范行业秩序，呵护健康发展。梳理 2022 年前三季度保险业相关政策，今年监管机构鼓励保险公司开展个人养老金业务，拓展专属商业养老理财产品试点，明确个人养老金扣除限额和税负优惠水平等；多次推出涉及保险公司经营行为规范的监管政策，明确保险产品的设计、销售、理赔等多环节信息披露要求；规范保险公司资金使用情况，进一步加强对非寿险准备金和投资有关金融产品的管理，推动行业规范化进程，呵护行业健康发展。

个人养老金政策加速落地，重视板块配置机遇。展望后续，考虑人口老龄化问题的加剧，叠加养老第一、第二支柱缺乏充足保障力度，随着各级政策的出台，个人养老金制度的顶层设计不断完善与细化，在监管的引导下，养老第三支柱市场发展空间广阔，有望塑造保险业第二增长曲线，建议把握保险公司产品优势下的行业发展机遇。

表 2：2022 年至今保险业相关政策梳理

发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2022/2/21	银保监会	《关于扩大专属商业养老理财产品试点范围的通知》	自 2022 年 3 月 1 日起，专属商业养老保险试点区域扩大到全国范围。在原有 6 家试点公司基础上，允许养老保险公司参加专属商业养老保险试点。
2022/3/2	银保监会	《关于印发保险公司非寿险业务准备金管理办法实施细则（1—7 号）》	明确准备金评估的原则和方法，规定准备金评估的内控流程，规范准备金风险边际和折现的处理，加强对保险公司分支机构准备金的管理，规范准备金回溯分析工作，明确准备金评估报告的内容，完善准备金评估工作底稿制度。
2022/4/24	银保监会	《关于保险资金投资有关金融产品的通知》	将理财公司理财产品、单一资产管理计划、债转股投资计划等纳入可投资金融产品范围；明确保险资管公司受托投资金融产品，应当承担尽职调查、投资决策、投后管理等主动管理责任。取消对保险资金投资信贷资产支持证券、资产支持专项计划等产品外部信用评级要求，引导机构落实风险管理主体责任；针对部分金融产品，要求保险机构依据产品基础资产的性质穿透具备相应投资管理能力，并按基础资产类别分别纳入相应投资比例进行管理，真实反映投资资产风险等。
2022/4/28	银保监会	《关于规范和促进商业养老金融业务发展的通知》	出建立多元发展格局，支持银行保险机构开展个人养老金业务。
2022/6/1	国务院办公厅	《关于推动个人养老金发展的意见》	个人养老金实行个人账户制度，缴费由参加人个人承担，实行完全积累；参加人每年缴纳个人养老金的上限为 12000 元；个人养老金资金账户资金用于购买符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等金融产品，参加人可自主选择。
2022/8/2	银保监会	《人身保险产品信息披露管理办法（征求意见稿）》	进一步明确了保险产品的信息披露应由保险公司总公司统一负责，对保险产品设计、销售、理赔等各个环节的信息披露都作出了明确的要求。
2022/8/5	银保监会	《保险资产管理公司管理规定》	明确了保险资管公司风险管理体系、风险管理要求、风险准备金等多个方面的要求，取消了外资股东持股比例上限。
2022/8/10	央行、银保监会	《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知》	明确保险公司无固定期限资本债券的核心要素、发行管理等规定。推动保险公司发行无固定期限资本债券是进一步拓宽保险公司资本补充渠道，提高保险公司核心偿付能力充足水平的重要举措，有利于增强保险公司风险防范化解和服务实体经济能力。
2022/9/26	国务院常务会议	-	对缴费者按每年 12,000 元的限额予以税前扣除，投资收益暂不征税，领取收入实际税负由 7.5% 降为 3%。

数据来源：国务院，银保监会，央行，东方证券研究所

3.3 开门红：积极推进落地，有望实现超预期

理财产品收益率下滑，年金型产品吸引力增强。全球利率中长期有较大下行压力，部分国家已诞生出负利率产品，居民对后续各类资产收益率的下行预期已考虑充分。当前我国银行理财产品平均预期收益率已从 2018 年高点的约 5% 下跌至 1.60%，而主要互联网活期理财产品 7 日年化预期收益率也滑落至 2.0% 左右。当前上市险企 2022 年“开门红”产品对应的部分万能账户结算收益率可达到 4.8%，此时“年金险+万能账户”的产品组合对投资者吸引力明显增强，我们预期在当前宏观大环境下，居民很大可能会提升对储蓄型年金险的配置力度。

各大险企主动出击，年金养老多重保障齐发力。中国人寿四季度率先启动开门红以来，平安寿险也加速落地相关产品，太保和新华也筹备相关营销活动，各大险企均主动出击，以期抢占开门红市场。从已披露产品属性来看，除了传统的年金险外，养老年金、增额终身寿险也登上舞台，考虑当前储蓄型产品需求旺盛及长期利率下行趋势，且开门红产品具有独特的保本属性，我们预计 2023 年开门红阶段存在超预期的可能性。

表 3：2023 年中国人寿开门红产品汇总

产品名称	鑫享未来	鑫瑞稳赢	鑫瑞年年
产品类型	两全险	年金险	养老年金
投保年龄	28 天-72 周岁	28 天-65 周岁	男性：55 周岁-75 周岁； 女性：50 周岁-75 周岁
缴费期	趸交/3 年/5 年	趸交/3 年/5 年/8 年/10 年	趸交/3 年
保障期限	8 年/10 年	15 年	至祝寿金领取日（养老年金领取日起 年满 9 个保单年度）
领取日	第 5 年	第 5 年	男性：< 60 周岁则为 60 周岁，≥60 周 岁则为满一个保单年度； 女性：与男性相似，年龄调整为 55 周 岁
生存金	每年领取一定比例年交保费：20% （趸交）、60%（3 年交）、100% （5 年交）	1）特别生存金：第 5-10 年，每年 领取一定比例年交保费：8%（趸 交）、30%（3 年交）、60%（5 年 交）、80%（8 年交）、100%（10 年交）第 6 年起，每年领取的生存 金再增加 3%基本保额 2）生存年金：无论缴费方式，第 10-14 年均均可领 100%基本保额	定期领取（一）：每年领取一定比例年 交保费：8%（趸交/3 年交首次）、15% （3 年交第 2 次）、20%（3 年交第 3 次 及之后）； 定期领取（二）：每年按基本保额给付 至 85 周岁
满期金/祝 寿金	100%基本保额	300%基本保额	定期领取（一）：基本保额定期领取 （二）：所交保费
身故金	给予一定比例的已交保费：100% （18 周岁前）、160%（18-40 周 岁）、140%（41-60 周岁）、120% （61 周岁后）	不满 10 年赔保费； 满 10 年赔剩余未领取的（生存年 金+满期金）	（已交保费-已给付养老年金）与现金 价值取大者
万能账户 及结算利 率		国寿鑫尊宝终身寿险（万能型）（A 款）：4.8% 国寿鑫缘宝终身寿险（万能型）（乐鑫版）：4.4% 国寿鑫尊宝养老年金保险（万能型）（C 款）：3.7%	

数据来源：公司官网，东方证券研究所

表 4：2023 年中国平安开门红产品汇总

产品名称	御享财富	财富养老	盛世金越（尊享版）
产品类型	年金险	养老年金	增额终身寿
投保年龄	28 天-75 周岁	男性：57 周岁-80 周岁；女性：52 周岁-80 周岁	28 天-75 周岁
缴费期	3 年/5 年	趸交/3 年/5 年	趸交/3/5/10/15/20 年
保障期限	8 年	10/15 年	终身
领取日	第 5-7 年	男性：< 60 周岁则为 60 周岁，≥ 60 周岁则为满一个保单年度；女性：与男性相似，年龄调整为 55 周岁	
生存金	每年领取一定比例年交保费：60%（3 年交）、100%（5 年交）	每年领取一定比例年交保费：8%（趸交）、20%（3 年交）、25%（5 年交）	
满期金/祝寿金	100%基本保额	100%基本保额	
身故金	已交保费与现金价值取大者	（已交保费-已给付养老年金）与现金价值取大者	18 岁前：Max（现金价值，已交保费）；18 岁后：缴费期内，Max（现金价值，已交保费*相应倍数）；缴费期后：Max（现金价值，已交保费*相应倍数，当年有效保额）；相应倍数：160%（18-40 岁）、140%（41-60 岁）、120%（61 岁以上）；有效保额：第 2 个保单年度开始以 3.5%确定递增
万能账户及结算利率	平安聚财宝（2021）终身寿险（万能型）：4.7% 平安聚财宝（2021）养老年金保险（万能型）：4.7%		-

数据来源：公司官网，东方证券研究所

4. 投资建议

代理人队伍逐步企稳，开门红节奏加速，寿险改革成效有望逐步显现；车险量质齐升逻辑夯实，非车险成本管控与增长动能可观，马太效应逐步强化；板块处历史低估值区间，考虑年底风格切换等因素，当前保险股配置价值较高，维持行业看好评级，重视板块配置机遇。

看好马太效应逐步强化的龙头中国财险(02328, 买入)，看好寿险改革稳步推进的中国平安(601318, 买入)，关注“长航行动”成效逐步显现的中国太保(601601, 未评级)以及开门红有望超预期的中国人寿(601628, 未评级)。

5. 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。车险综合改革一周年届满，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