



Research and
Development Center

利率中枢抬升，资产端有望贡献弹性——房地产“第三支箭”

有望带动保险板块估值修复

非银行金融行业

2022年11月29日

证券研究报告

行业研究

行业事项点评报告

非银金融

投资评级 看好

上次评级 看好

王舫朝 非银金融行业首席分析师
执业编号: S1500519120002
联系电话: +86 (010) 83326877
邮箱: Wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

利率中枢抬升, 资产端有望贡献弹性——房地产“第三支箭”有望带动保险板块估值修复

2022年11月29日

本期内容提要:

- **事件:** 2022年11月28日, 证监会以新闻发言人答记者问的方式表示, 决定在股权融资方面调整优化5项措施(以下简称“第三支箭”), 支持房地产市场平稳健康发展, 上述措施自即日起施行。
- **点评:**
- **“第三支箭”持续释放地产企稳信号, 引导以市场化方式支持地产平稳健康发展。** 证监会出台支持房地产平稳健康发展5项措施, 通过并购重组及配套融资、融资、境外上市政策、REITS、私募股权等方式支持房地产市场平稳健康发展。近期保障地产平稳发展政策频出, 继人民银行、银保监会发布“金融16条”后, “第三支箭”相关政策出炉, 体现监管积极发挥资本市场功能, 用市场化方式支持地产平稳发展的决心, 一系列支持措施有望带动地产化解风险和转型发展, 有望推动地产及金融板块估值企稳, 保险板块亦有望受益。
- **地产企稳利于险企地产投资敞口表现, 投资端有望贡献估值弹性。** 从险企地产投资敞口看, 截至1H22: 主要上市险企地产投资占比总投资组合比例约在2%-5.5%区间, 其中平安、太保地产投资敞口占比超过5%, 分别为5.2%和5.1%。从投资项目分类看, 除中国平安外, 地产投资项目普遍以非标为主, 辅以投资性房地产和长期股权投资, 平安以投资性房地产为主(占比2.7%), 同时长期股权投资和非标占比较为均衡, 分别为1.2%和1.3%。我们认为在监管积极发挥市场功能, 支持实施改善优质房企资产负债表计划的背景下, 各类地产投资项目有望贡献弹性: 1) 优质房企长期股权投资或有助于险企进行资产负债匹配, 降低久期错配风险, 并有望带动长期股权投资收益率稳健上行; 2) 有望减轻非标资产端“优质资产荒”影响, 提升相关优质非标和另类资产供给; 3) 有望加大优质投资性房地产资产供给, 满足偿二代下更加严格的认定标准, 提升险企多元化投资能力。

整体看, 险企地产投资敞口风险有望在政策支持下逐渐释放, 同时相关资产减值计提影响逐渐消退。我们认为, 在偿二代二期工程实施、新会计准则即将切换、资产负债久期匹配压力加大等背景下, 房地产资产逐渐企稳将利好保险进行大类资产配置, 在资产端提供业绩弹性。

- **渠道改革持续深化, 负债端有望迎来边际改善。** 从负债端看, 前10月寿险累计保费同比: 太保寿(+5.7%)>人保寿(+2.6%)>新华(+1.1%)>国寿(-0.1%)>平安寿(-2.6%); 财险: 太保财(+12.1%)>平安财(+11.3%)>人保财(+10.0%)。结合三季报显示, 当前各大险企深化渠道改革, 人力下滑目前逐渐钝化, 高质量人力有望使人均FYC及保单继续率逐步提升。随着个人养老金制度试点正式启动、开门红逐渐开启, 以及近期“理财产品破净”等因素催化, 我们认为当前产

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

品供给端预计将迎来更多增量，寿险月度保费或有望迎来边际改善，2023 寿险 NBV 缺口或有望逐步收窄。

- **投资评级：**我们认为从政策出台的频率、力度和宏观背景看，当前时点不应悲观。密集地产支持政策、持续优化的防疫政策和后续经济稳增长政策预期，均有望利好保险板块资负两端表现。当前板块估值仍处历史低位，国寿/平安/太保当前（以 2022 年 11 月 28 日收盘价计）PEV 估值分别为 0.78/0.54/0.45。建议关注资负两端表现稳健的中国人寿、更直接受益地产改善以及拥有高质量代理人队伍的中国平安，建议关注“长航行动”改革效果凸显的中国太保。
- **风险因素：**政策实施不及预期；资本市场剧烈波动；长端利率持续走低

表 1: 各大-险企房地产投资敞口情况汇总(截止 1H22)

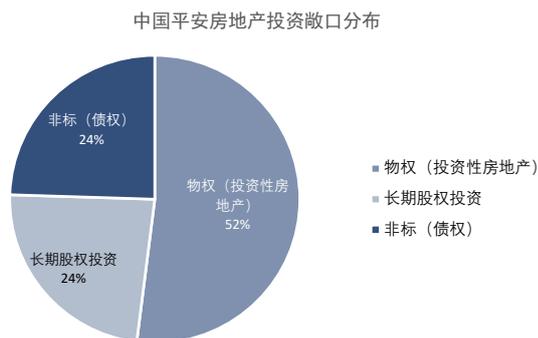
险企	项目	占比总投资组合	合计占比
中国平安	物权 (投资性房地产)	2.7%	5.2%
	长期股权投资	1.2%	
	非标 (债权)	1.3%	
中国太保	投资性房地产	0.6%	5.1%
	非标	4.0%	
	长期股权投资	0.5%	
中国人寿	投资性房地产	0.3%	2.3%
	非标	1.3%	
	长期股权投资	0.6%	
	其他投资	0.1%	
新华保险	投资性房地产	0.8%	4.7%
	非标	3.4%	
	长期股权投资	0.5%	
中国人保	投资性房地产	1.2%	2.5%
	非标	0.8%	
	长期股权投资	0.5%	

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

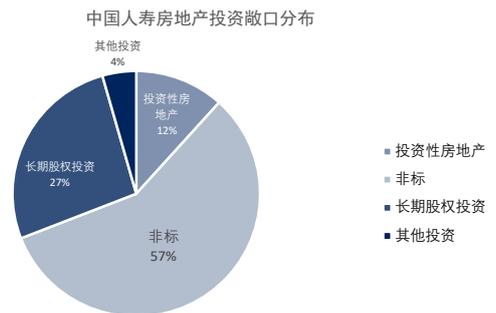
表 2: 中国平安 2021 内含价值的投资敏感性示例 (百万元)

(人民币百万元)	集团内含价值	寿险及健康险业务内含价值	一年新业务价值
基准假设	1,395,509	876,490	37,898
投资收益率和风险贴现率每年增加 50 个基点	1,454,151	935,133	41,457
投资收益率和风险贴现率每年增加 50 个基点 (影响)	4.2%	6.7%	9.4%
投资收益率和风险贴现率每年减少 50 个基点	1,331,286	812,268	33,969
投资收益率和风险贴现率每年减少 50 个基点 (影响)	-4.6%	-7.3%	-10.4%

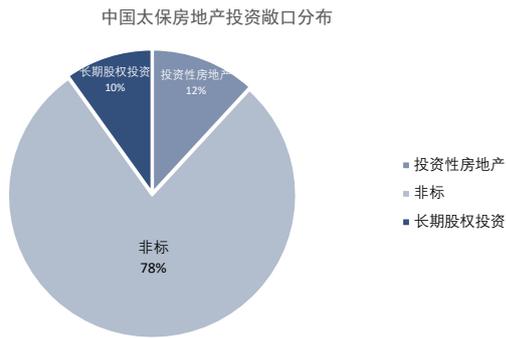
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 1: 中国平安房地产投资敞口分布 (截至 1H22)


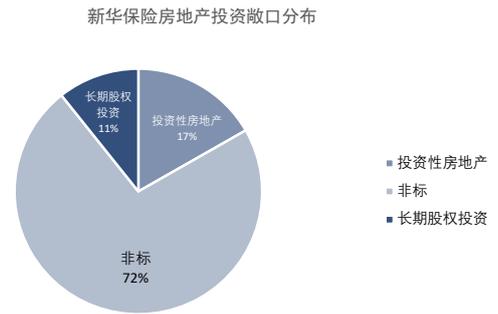
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 中国人寿房地产投资敞口分布 (截至 1H22)


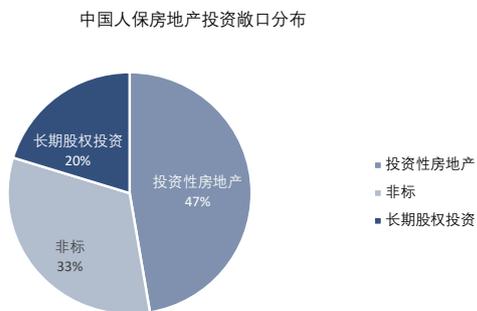
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 中国太保房地产投资敞口分布 (截至 1H22)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 新华保险房地产投资敞口分布 (截止 1H22)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 中国人保房地产投资敞口分布 (截至 1H22)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 10 年期国债收益率及 750 日移动平均线 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

研究团队简介

王舫朝，非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾任天风证券研究员，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯烽，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考,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做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。