

保险 II 行业点评报告

稳增长托底信心，促内需迎接拐点——决战 2023，从中央经济工作会议看保险策略分析

增持（维持）

2022 年 12 月 18 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

投资要点

■ **2022 年的中央经济工作会议 12 月 15 日至 16 日在京举行。**本次大会的重要意义非凡，因为这不仅是二十大之后的第一次中央经济工作会议，还因为 2023 年是个特殊的年份——“贯彻落实党的二十大精神”的开局之年，全面建设社会主义现代化国家谋篇首年、实施“十四五”规划的关键年、统筹疫情防控和经济社会发展重要年”等多个时间点叠加。对于保险行业而言，2023 年无疑也是相当关键的一年，2019 年后人身险行业步入下行期，2020 年后疫情持续蔓延进一步拖累，2023 年是真正检验市场供需变革的一年，转型决胜的一年。人身险行业能否尽快走出低谷，关键就看这一年。

■ **疫情防控：优化防控，迎接复苏的“J 型曲线”。**长痛不如短痛，短期放开对部分寿险公司的负债端压力较大，但人们的信心正在逐渐恢复。一方面，部分代理人处于感染病程中，再无精力维护和开拓业务；另一方面，从客户自身角度，也处于自身和家人感染的焦虑状态抑或是极力避免第一波感染高峰期，无暇顾及投保事宜。不过，随着感染人群陆续进入康复新阶段，在相对确定的前景影响之下，人们的信心正在逐渐恢复。从保险公司全年营销活动节奏来看，重要业务时点包括：年初开门红——一四五联动——年中冲刺——七八扩军——九十双飞——备战来年开门红。我们预计不排除各险企会拉长 2023 年开门红战线至一季度末，下半年业务增速有望迎来拐点。

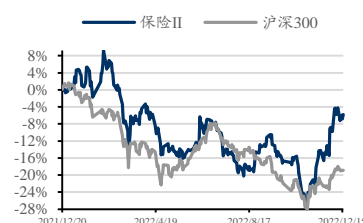
■ **寿险转型：从屋漏偏逢连夜雨到晨曦曙光初破晓。**我国经济韧性强、潜力大、活力足，长期向好的基本面没有变，人身险市场长期空间依旧广阔。2023 年人身险市场运行有望总体回升，优化疫情防控措施、宏观政策叠加发力、头部险企转型成效渐显，将给寿险转型复苏发展带来重大积极影响；基数效应也将对明年人身险市场恢复数据形成一定支撑。虽然寿险负债端拐点未出现实质性信号，但机遇正在酝酿。从供给侧来看，随着近年来清虚力度的加大，虽然上市险企队伍数量仍在探底，但降幅明显逐季收窄且队伍产能持续复苏，“老人”成为新单和价值的主要贡献。从需求侧来看，储蓄型业务销售回暖得益于低利率环境下，安全性、收益性和流动性的综合优势逐步显现。竞品收益率逐步下滑叠加居民存款意愿不断提升，我们预计 1Q23 上市险企新单和价值有望迎来大个位数正增长的修复。

■ **财险考验：检验竞争格局与龙头成色的关键年。**客观来看，疫情蔓延不改车险保费刚需，而出行量减少降低出险率，城市流量恢复滞后性将压制包括车险、意健险等险种的赔付率。预计 2Q23 社会出行率将逐步恢复到放开前水平，2H23 社会出行率逐步恢复到疫情前水平。车险竞争格局的持续改善，非车业务恢复增长以及投资利润贡献好转仍对头部险企业绩改善提供支撑。

■ **投资建议：寿险股隐含疫情防控和复苏的正向期权属性，极低的估值水平给予安全垫，边际向好的内外环境赋予估值弹性。**资产端底部反转是短期估值修复的核心。地产纾困政策渐次落地，政策导向彻底扭转，保市场主体的思路彻底明确。随着防疫政策优化对于经济修复的预期升温，叠加宽信用效果逐步显现，长端利率与权益市场有望迎来共振向上催化推荐中国平安、中国太保和中国人寿。

■ **风险提示：**国内疫情扩散超预期；宏观经济复苏低于预期；寿险业转型持续低于预期。

行业走势



相关研究

《上市险企 11 月保费数据点评：车险增速自然回落，寿险积极备战开门红》

2022-12-15

《首批个人养老金保险产品名单，专属商业养老保险产品抢先机》

2022-11-23

内容目录

1. 引言：2023 年是对国内经济和保险业的关键年	4
2. 宏观经济：稳增长决心跃然纸上	4
3. 疫情防控：优化防控，迎接复苏的“J 型曲线”	5
4. 地产政策：稳定市场信心，拐点已来	6
5. 托底消费：信心比黄金更重要	8
6. 寿险转型：从屋漏偏逢连夜雨到晨曦曙光初破晓	9
6.1. 中国台湾“全面放开”四个月个人伤害与健康险首年保费同比显著回升	11
6.2. 中国香港可选消费复苏孱弱拖累新单修复	11
7. 财险考验：检验竞争格局与龙头成色的关键年	12
8. 投资建议：稳增长托底信心，促内需迎接拐点	13
9. 风险提示	13

图表目录

图 1: 近两年中央经济工作会议关键词频对比	4
图 2: 2021 年以来, 稳经济的重要性继续上升	4
图 3: 疫情对资产负债两端的影响复杂而深远	5
图 4: 26 个主要城市地铁客运量 7 天环比趋势	6
图 5: 2022/12/15 主要城市客运量环比 3Q22 周日均增高素	6
图 6: 中国平安涉房投资占比高于同业 (截止 1H22)	8
图 7: 平安银行涉房投资余额占比变化 (截止 1H22)	8
图 8: 2022 年我国消费者信心已下滑至历史低位, 消费累计同比增速很可能录得负值 (单位: %)	9
图 9: 近年来重疾险新单增速持续下降	9
图 10: 中国财险股价与汽车指数具有一定同步性	9
图 11: 疫后复苏过渡年: 从屋漏偏逢连夜雨到晨曦曙光初破晓	10
图 12: 当前处于寿险业新单和队伍的 “L 型底部”	10
图 13: 中国香港新单保费构成及港内新单保费同比 (单位: 亿港元)	12
图 14: 中国香港各险种单月新单保费同比增速	12
图 15: 11 月网约车订单量为 5.08 亿单, 同环比均有两位数下降	13
图 16: 社会面客运量同比下滑压力较大	13
表 1: 近期地产政策梳理, 转向信号明显	7
表 2: 个人伤害与健康险于 2022 年 8 月起较 2021 年同期显著回升	11

1. 引言：2023 年是对国内经济和保险业的关键年

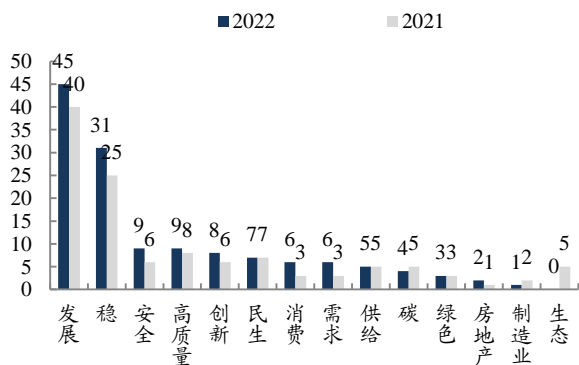
2022 年的中央经济工作会议 12 月 15 日至 16 日在京举行，会议全面分析了当前国内国际经济形势，系统部署了 2023 年经济工作，为做好明年经济工作指明方向。本次大会的重要意义非凡，因为这不仅是二十大之后的第一次中央经济工作会议，还因为 2023 年是个特殊的年份——“贯彻落实党的二十大精神开局之年，全面建设社会主义现代化国家谋篇首年、实施“十四五”规划的关键年、统筹疫情防控和经济社会发展重要年”等多个时间点叠加，且个个都是重要大事。

对于保险行业而言，2023 年无疑也是相当关键的一年，2019 年后人身险行业步入下行期，2020 年后疫情持续蔓延进一步拖累，2023 年是真正检验市场供需变革的一年，转型决胜的一年。人身险行业能否尽快走出低谷，关键就看这一年。

2. 宏观经济：稳增长决心跃然纸上

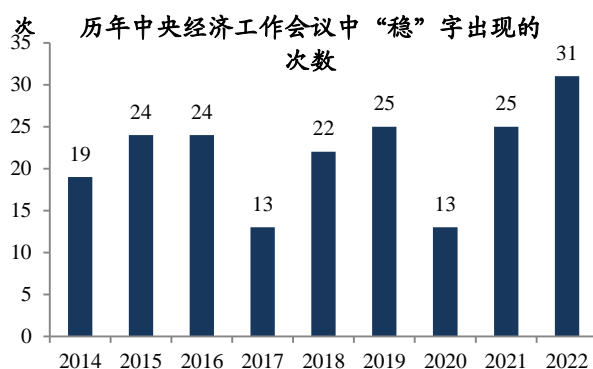
2023 年稳经济的决心较大。根据东吴宏观团队分析，尽管今年中央经济工作会议没有提及“以经济建设为中心”，但是会议对于稳经济的诉求可能是近 10 年最强的一次：从整体上看，关键词频方面，“发展”和“稳”出现的次数在 2021 年的基础上继续增加；篇章结构上，继续靠前陈述对当前和明年形势尤其是压力方面的看法。从主要内容看，宏观政策上，对于财政、货币政策“加力提效+精准有力”的措辞组合较以往明显更加积极；重点任务部署上，罕见地把扩大内需放到首位，消费的优先级放在投资之前，并进一步将住房改善恢复消费的第一位；在政府工作和凝聚共识中，再次强调“保持经济平稳运行至关重要”，要求“努力实现明年经济发展主要预期目标”。

图1：近两年中央经济工作会议关键词频对比



数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

图2：2021 年以来，稳经济的重要性继续上升



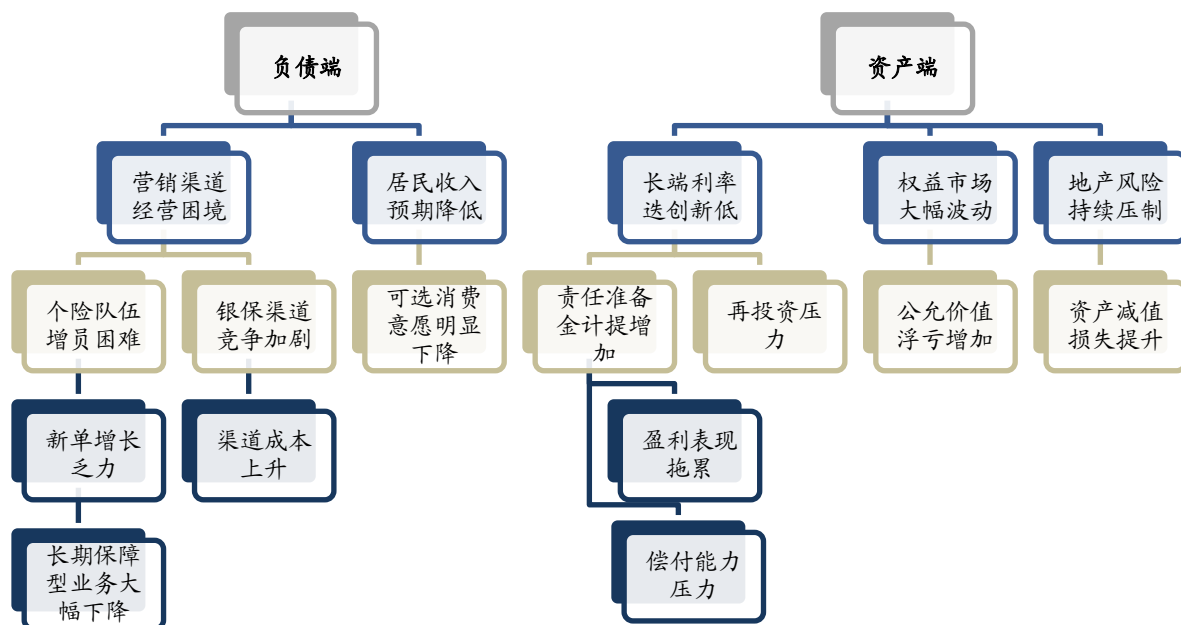
数据来源：新华社，东吴证券研究所

3. 疫情防控：优化防控，迎接复苏的“J型曲线”

开弓没有回头箭，优化防控迎接复苏的“J型曲线”。中央经济工作会议会议提出，“要更好统筹疫情防控和经济社会发展，因时因势优化疫情防控措施，认真落实新阶段疫情防控各项举措，保障好群众的就医用药，重点抓好老年人和患基础性疾病群体的防控，着力保健康、防重症”。近期随着“放开”不断深化，张文宏提出“我们即将走出这次疫情已成定局，这个趋势不会再逆转，此轮疫情我们要做好2~4个月的准备”。优化疫情防控措施对经济运行的影响将产生类似“J曲线效应”，即短期会对经济运行造成扰动，但长期是明显利好，预计2Q23经济复苏动能强劲。

疫情持续蔓延对险企资产负债两端带来深远而复杂影响。疫情对于寿险业的影响深远而复杂，深远反映影响的程度，而复杂则反映各项因素相互交织、内生共振从而将影响进一步放大。从负债端来看，疫情的直接影响是个险队伍增员困难，使得新单增长乏力，间接影响是居民收入预期降低，可选消费意愿明显下降，以重疾险为代表的长期保障型业务大幅下降。从资产端来看，长端利率迭创新低、权益市场大幅波动和地产风险持续压制三者影响交织，对险企再投资收益、保单盈利能力和偿付能力提出考验。疫情防控形势的向好将有力支撑寿险行业复苏，资产端体现在权益市场复苏、经济复苏预期向好所引致的投资表现回暖，而负债端则体现在规模人力的复苏和新单价值数据的恢复。短期资产端弹性强于负债端，保险作为可选消费预计业绩复苏需要2季度左右时滞等待。

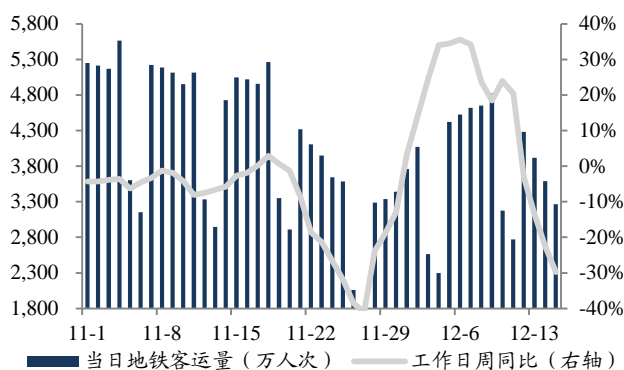
图3：疫情对资产负债两端的影响复杂而深远



数据来源：东吴证券研究所整理

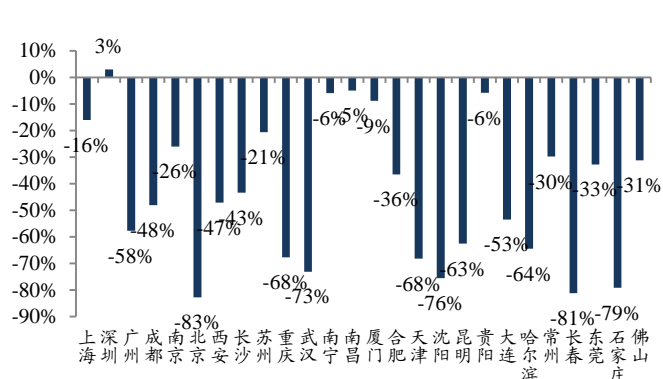
放开初期对居民出行产生较大压力。我们认为，地铁客运量数据可侧面表征各地疫情防控形势变化和核心城市经济复苏程度。12月15日，已披露26个城市地铁日度客运量7天同比增速为-29.8%；截止12月15日，重度非正常运营城市数量（环比3Q22周日均下滑逾70%）、中度非正常运营城市数量（环比3Q22周日均下滑50%-70%）和轻度非正常运营城市数量（环比3Q22周日均下滑30%-50%）分别为5、6和6个；12月15日，主要城市客运量环比3Q22周日均增速为：上海（-16.0%）、深圳（3.0%）、广州（-57.7%）、成都（-48.0%）、南京（-26.0%）和北京（-82.8%）。

图4：26个主要城市地铁客运量7天环比趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2022/12/15 主要城市客运量环比 3Q22 周日均增高素



数据来源：Wind，东吴证券研究所

长痛不如短痛，短期放开对部分寿险公司的负债端压力较大，但人们的信心正在逐渐恢复。一方面，部分代理人处于感染病程中，再无精力维护和开拓业务；另一方面，从客户自身角度，也处于自身和家人感染的焦虑状态抑或是极力避开第一波感染高峰期，无暇顾及投保事宜。不过，随着感染人群陆续进入康复新阶段，在相对确定的前景影响之下，人们的信心正在逐渐恢复。从保险公司全年营销活动节奏来看，重要业务时点包括：年初开门红——四五联动——年中冲刺——七八扩军——九十双飞——备战来年开门红。我们预计不排除各险企会拉长 2023 年开门红战线至一季度末，下半年业务增速有望迎来拐点。

4. 地产政策：稳定市场信心，拐点已来

稳楼市有助于稳经济、稳就业、防风险。中央经济工作会议强调，“确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”，“支持刚性和改善性住房需求”，“要坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡”。12月15日，刘鹤副总理指出，对于明年中国经济实现整体性好转，我们极有信心。房地产是国民经济的支柱产业，针对当前出现的下行风险，我们已出台一些政策，正在考虑新的举措，努力改善行业的资产负债状况，引导市场预期和信心回暖。未来一个时期，中国城镇化仍处于较快发展阶段，有足够需求空间为房地产业稳定发展提供支撑。

地产政策风险对板块估值压制因素出现边际松动。地产政策风险是悬在公司股价至上的达摩克利斯之剑，公司所持地产风险敞口和地产行业政策风向成为投资者关注要点。二十大后，地产纾困政策渐次落地，力度持续加大，房地产风险有稳妥化解趋势。

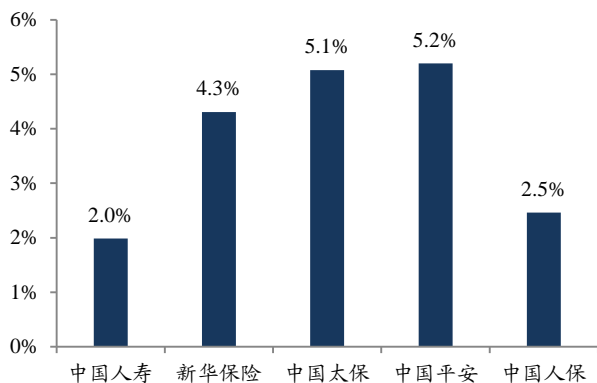
表1: 近期地产政策梳理，转向信号明显

时间	相关政策	主要内容梳理及影响分析
2022 年 11 月 11 日	央行金融支持房地产“16 条”	保持房地产融资平稳有序，积极做好“保交楼”金融服务，积极配合做好受困房地产企业风险处置，依法保障住房金融消费者合法权益，阶段性调整部分金融管理政策，加大住房租赁金融支持力度
2022 年 11 月 8 日	交易商协会工作动态	继续推进扩大民营企业债券融资支持工具
2022 年 11 月 23 日	多家大行宣布与数家房企达成战略合作，新增授信规模数千亿元	交通银行、农业银行、中国银行、工商银行、邮政储蓄银行等多家大行宣布与数家房企达成战略合作，新增授信规模数千亿元
2022 年 9 月末	监管窗口指导各地分行加大对房地产融资的支持力度	具体指标是要求每家大行年内对房地产融资至少再增加 1000 亿元，融资形式包括房地产开发贷款、居民按揭贷款以及投资房地产开发商的债券
2022 年 11 月 28 日	证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问	证监会决定在股权融资方面调整优化 5 项措施，支持房地产企业股权融资。包括：1) 恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；2) 恢复上市房企和涉房上市公司再融资；3) 调整完善房地产企业境外市场上市政策；4) 进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；5) 积极发挥私募股权投资基金作用
2022 年 12 月 15 日	国务院副总理刘鹤在第五轮中国 - 欧盟工商领袖和前高官对话上致辞	对于明年中国经济实现整体性好转，我们极有信心。房地产是国民经济的支柱产业，针对当前出现的下行风险，我们已出台一些政策，正在考虑新的举措，努力改善行业的资产负债状况，引导市场预期和信心回暖。未来一个时期，中国城镇化仍处于较快发展阶段，有足够需求空间为房地产业稳定发展提供支撑。
2022 年 12 月 16 日	2022 年中央经济工作会议	会议指出：1) 要支持住房改善；2) 要确保房地产市场平稳发展，扎实做好“保交楼、保民生、保稳定”各项工作，满足行业合理融资需求，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况；3) 坚决依法打击违法犯罪行为，支持刚性和改善性住房需求，要坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡

数据来源：央行，交易商协会，东吴证券研究所

中国平安涉房投资余额占比略高于同业。截止 2022 年中报，平安险资不动产投资规模占比 5.2%，余额 2,228.33 亿元。平安银行承担信用风险的涉房实有及或有信贷、自营债券投资、自营非标投资等承担信用风险余额合计 3,414 亿元，占比较年初下滑 0.5 个百分点至 3.3%。当前地产政策的边际放松对中国平安估值提振将显著高于同业。平安地产风险敞口主要以头部民营企业为主，碧桂园、旭辉控股、华夏幸福等边际均出现明显改善预期，近期碧桂园、华夏幸福等个股均呈现了强有力的触底反弹。

图6：中国平安涉房投资占比高于同业（截止 1H22）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：平安银行涉房投资余额占比变化（截止 1H22）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 托底消费：信心比黄金更重要

根据东吴宏观团队分析，2023 年消费优先级高于投资，而居民消费的大头短期看是“买房+买车”，长期看则还有“养老”。房和车在居民支出中体量大、弹性足，是短期稳定消费最有效的抓手。扩大内需战略规划纲要出炉，关注后疫情时代消费行业复苏机会。近期中共中央、国务院印发了《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》。锚定 2035 年的扩大内需战略远景目标，拟定“十四五”时期实施扩大内需战略的五个主要目标：促进消费投资，内需规模实现新突破；完善分配格局，内需潜能不断释放；提升供给质量，国内需求得到更好满足；完善市场体系，激发内需取得明显成效；畅通经济循环，内需发展效率持续提升。

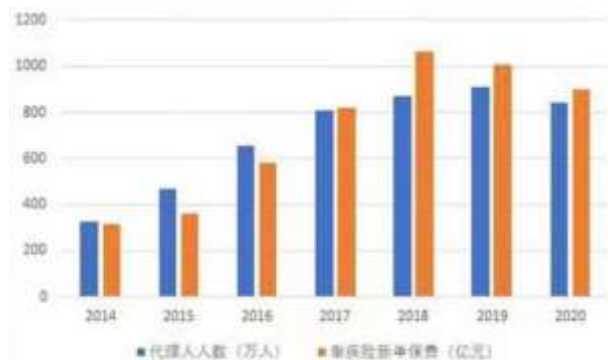
重疾险需求释放仍需消费增速回暖。近年来重疾险新单增速持续下降，我们预计 2022 年上市险企价值构成更为多元化，重疾险占比或将下滑至 1/3。由于重疾险依赖营销员一对一讲解“创造”需求且复购水平较低，与新增队伍数量关联度较高。重疾险新单销售复苏“短期看队伍增员、中期看居民收入、长期看产品升级”。居民消费增速回暖仍需观察。重疾险保费具有一定可选消费属性，2021 年以来居民可支配收入增速受疫情冲击出现明显波动，2022 年 11 月当月除汽车以外的消费品零售额同比下滑 6.0%。百万医疗和惠民保的快速发展降低了投保人对重疾医疗费用功能需求。同时，此前主流的终身寿险+提前给付重疾满足投保人对于“返本”需求，轻量产品模块化仍在探索中。

图8：2022年我国消费者信心已下滑至历史低位，消费累计同比增速很可能录得负值（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：近年来重疾险新单增速持续下降



数据来源：中再寿险，东吴证券研究所

图10：中国财险股价与汽车指数具有一定同步性



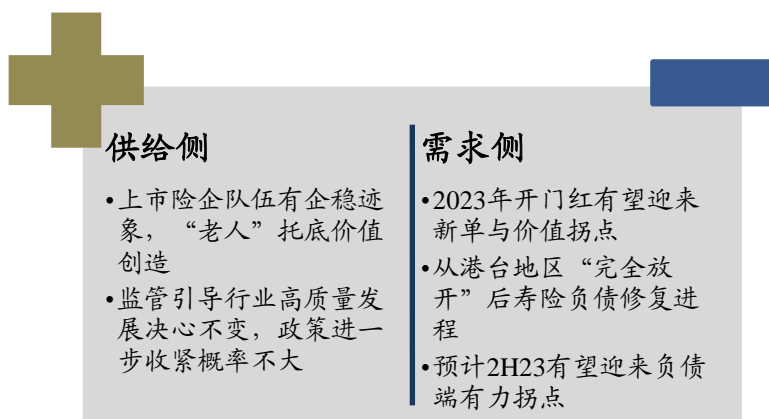
数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 寿险转型：从屋漏偏逢连夜雨到晨曦曙光初破晓

尽管今年各人身险公司新单与价值增长与年初的预期目标存在差距，但其他多项指标出现好转迹象（存量队伍质态、新增队伍品质、储蓄型业务销售），2023年有望迎来新冠疫情后寿险业的复苏过渡年。我国寿险业总体从2018年开始步入瓶颈期，面临保费增速下降、代理人队伍流失、新业务价值下滑交织困境。屋漏偏逢连夜雨，2020年新冠肺炎疫情持续蔓延，进一步加剧了行业困境持续时间和力度。当前市场持续等待寿险负债端拐点信号，虽然供给需求两端未出现实质性结构性改革成效，但机遇正在酝酿。

2023 年人身险市场疫后复苏过渡年：从屋漏偏逢连夜雨到晨曦曙光初破晓。我国经济韧性强、潜力大、活力足，长期向好的基本面没有变，人身险市场长期空间依旧广阔。2023 年人身险市场运行有望总体回升，优化疫情防控措施、宏观政策叠加发力、头部险企转型成效渐显，将给寿险转型复苏发展带来重大积极影响；基数效应也将对明年人身险市场恢复数据形成一定支撑。

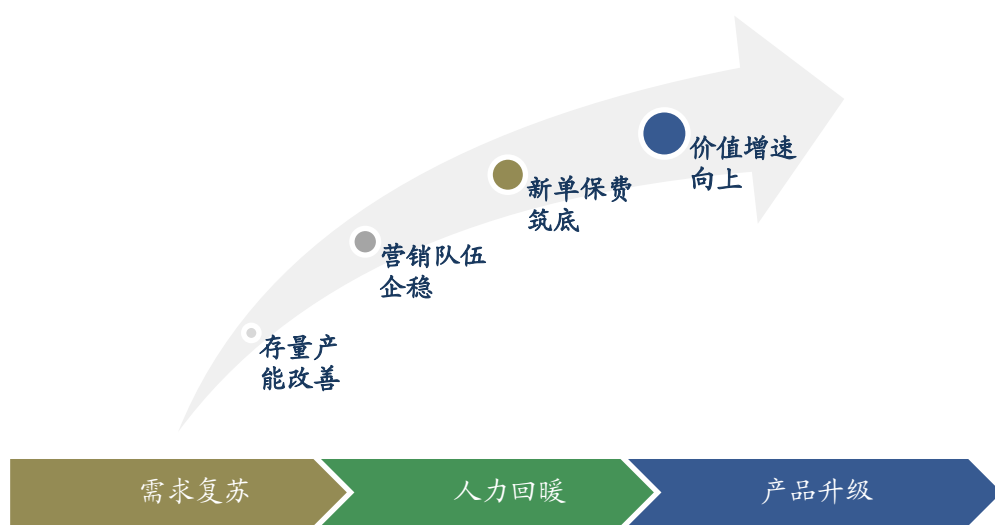
图11：疫后复苏过渡年：从屋漏偏逢连夜雨到晨曦曙光初破晓



数据来源：东吴证券研究所整理

我们认为本轮的寿险业复苏短期看疫情，中期看队伍，长期看产品。当前处于负债端“L 型底部”，增速恢复需要经历“存量产能改善——营销队伍企稳——新单保费筑底——价值增速向上”，当前处于第二阶段向第三阶段过渡调整期。寿险股隐含疫情防控和经济复苏的正向期权属性，较低的估值水平给予安全垫，边际向好的内外部环境赋予估值弹性。

图12：当前处于寿险业新单和队伍的“L 型底部”



数据来源：东吴证券研究所整理

6.1. 中国台湾“全面放开”四个月个人伤害与健康险首年保费同比显著回升

中国台湾地区“全面放开后”，首年保费个人伤害与健康险于 2022 年 8 月起较去年同期增长显著，个人寿险于 2022 年 8 月起较去年同期下挫明显，投资型保险较去年同期持续下行。个人伤害与健康险 2022 年 8、9 和 10 月首年保费同比增长 36.06%、33.33% 和 26.12%。主要是受益于 4 月“全面放开”后实体经济活力逐渐恢复，民众收入逐渐上升，而个人伤害与健康险更具有非刚性的消费品属性，需求的收入弹性（需求量变动的百分比/收入变动的百分比，即单位百分比的收入增加带来的需求量百分比增加）更大，因而其首年保费显著上升。个人寿险 2022 年 6 月首年保费同比上涨 39.48%，主要受益于线上视频投保渠道的推广和美国升息带动美元利变寿险商品的销售；个人寿险 8、9 和 10 月首年保费同比下跌 9.97%、35.61% 和 34.37%，主要因为虽然美联储加息，但险企对宣告利率调升的态度趋于谨慎，与民众预期不符，导致业绩成长放缓。投资型保险 2022 年 4 月起各月首年保费同比均显著下降，主要由于资本市场波动回调以及新台币兑美元贬值，保户对投资态度转趋保守；同时，为平衡商品结构，部分寿险公司将销售策略改以传统型保险产品为主，减少投资型保险销售；此外，由于去年年初销售多为附保证给付之投资型保险产品，而美国保险监理官协会新订定了变额年金保单准备金提存规范（VM-21），附保证给付的投资型保险产品准备金计提方式存在变更，中国台湾地区金管会指示于去年底前完成该类商品有效契约的变更，未完成的公司应于本年度起暂停销售直至变更完成，导致投资型保险产品首年保费同比下滑。

表2：个人伤害与健康险于 2022 年 8 月起较 2021 年同期显著回升

时间	个人年金	个人伤害、健康	个人寿险	投资型保险
Jan-22	-30.50%	-30.21%	38.84%	-53.29%
Feb-22	-63.58%	-23.64%	20.27%	-63.79%
Mar-22	-73.50%	-10.99%	26.53%	-50.26%
Apr-22	-78.14%	-17.77%	17.36%	-30.20%
May-22	-79.19%	-17.21%	6.93%	-38.55%
Jun-22	-65.24%	-13.26%	39.48%	-32.44%
Jul-22	-73.59%	-24.82%	7.33%	-60.11%
Aug-22	-76.60%	36.06%	-9.97%	-53.86%
Sep-22	-82.03%	33.33%	-35.61%	-55.07%
Oct-22	-68.47%	26.12%	-34.37%	-59.31%

数据来源：中华民国人寿保险商业同业公会，东吴证券研究所

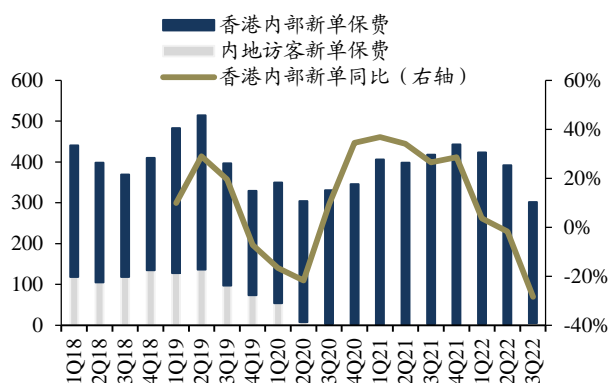
6.2. 中国香港可选消费复苏孱弱拖累新单修复

中国香港疫情管控逐步放开后，2022 年第三季度港内新单保费同比降幅走阔至 28%，新单保单数降幅 19%；内地访客新单自 2020 年受疫情影响跌入谷底，2Q22 以来有所改善但仍与疫情相比相去甚远。我们复盘后发现，中国香港疫情管控逐步放开后，多数险

种新单保费数据尚未出现边际改善。具体来看，其中 A 类（寿险及年金）趸交业务小幅正增长，期缴同比降幅持续加大；C 类（主要为长期投连险）趸交期缴业务新单保费同比降幅均扩大；具有一定消费属性的永久健康业务新单保费实现同比正增长。

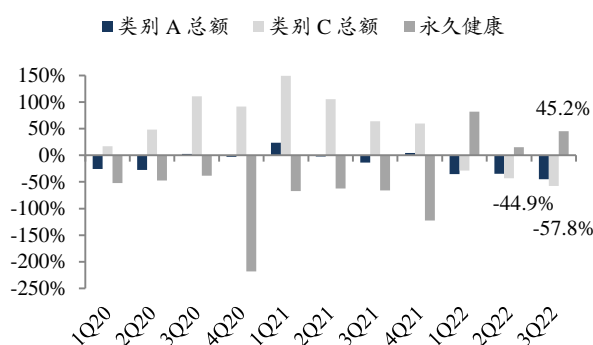
中国香港地区作为开放的经济体，经济复苏进程很大程度上取决于外围环境，本地放开对经济的拉动作用有限。放开后中国香港 GDP 连续三个季度收缩，工商服务业旅游业修复缓慢，恶化的全球经济拖累外贸。在放开初期，居民对于必需消费品支出增加，保险支出尤其是大额保单支出由于其需求复苏可选性较强，产生明显递延特征。

图13：中国香港新单保费构成及港内新单保费同比（单位：亿港元）



数据来源：中国香港保监局，东吴证券研究所

图14：中国香港各险种单月新单保费同比增速



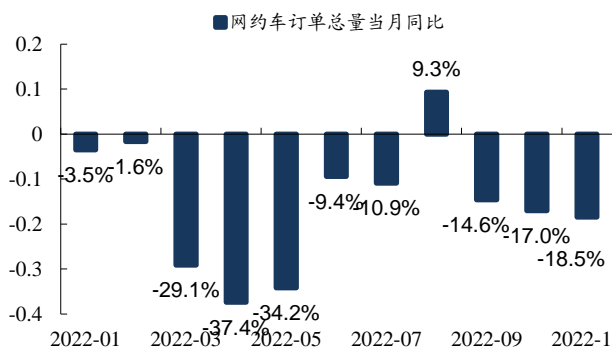
数据来源：中国香港保监局，东吴证券研究所；注：A类业务包括寿险及年金；C类业务主要为长期投连险。

7. 财险考验：检验竞争格局与龙头成色的关键年

2022 年对财险行业而言，可以用“乘风春意闹”来形容。客观来看，疫情蔓延不改车险保费刚需，而出行量减少降低出险率，城市流量恢复滞后性将压制包括车险、意健险等险种的赔付率。全国城市轨道交通客运量 7-10 月当月同比增速分别为-10.5%、10.7%、-12.6%和-17.4%，前三季度中国财险承保利润同比改善 2.4pct，得益于赔付率同比下降 1.6 个 pct，费用率同比下降 0.8 个 pct。我们预计，2022 年公司车险整体出险率同比下降近 2 个 pct。不过更值得肯定的是，在赔付率下行背景下，头部险企费用率继续表现恪守，同时未决赔款准备金净额占滚动已赚保费比例同比上升 4.3 个 pct 至 49.2%，创出历史新高，夯实来年承保业绩基础。综合考虑未决赔款准备金提转差影响，我们预计疫情对赔付率改善约为 1.0-1.5 个 pct，静态剔除后，前三季度公司净利润仍有 16% 左右的增长。展望 4Q22，11 月全国 29 个主要城市地铁月度客运量仍呈现出较大降幅（-30.5%），疫情持续散发冲击下，4Q22 车险出险率预计仍将处于历史低位，随着优化疫情防控措施加速落地和感染高峰期的到来，预计 1Q23 出险率仍处于低位运行，财险业预计仍享受疫情短期相对红利。

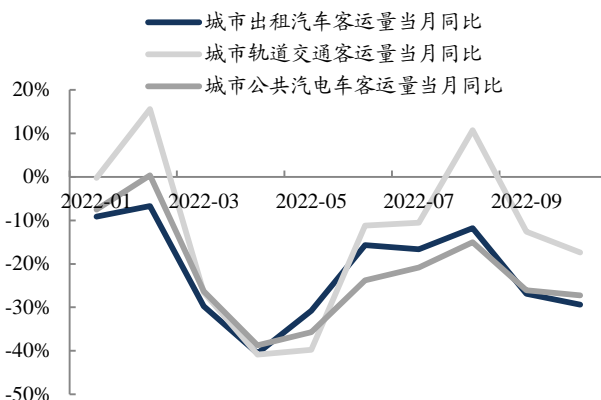
2023 年是检验车险竞争格局与龙头成色的关键年。展望 2023 年，随着疫情防控形势不断优化，预计 2Q23 社会出行率将逐步恢复到放开前水平，2H23 社会出行率逐步恢复到疫情前水平。车险综改历经两年有余，根据银保监会统计，截至 2022 年 6 月底，车均保费为 2784 元，较改革前大幅下降 21%，保障程度明显提高，头部险企竞争力不断提升。虽然从外部环境来看，2023 年车均保费增速和车险出险率恢复前景弱于 2022 年，但车险竞争格局的持续改善，非车业务恢复增长以及投资利润贡献好转仍对头部险企业绩改善提供支撑。

图15: 11 月网约车订单量为 5.08 亿单，同环比均有两位数下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图16: 社会面客运量同比下滑压力较大



数据来源：Wind，东吴证券研究所

8. 投资建议：稳增长托底信心，促内需迎接拐点

稳增长托底信心，促内需迎接拐点。寿险股隐含疫情防控和经济复苏的正向期权属性，极低的估值水平给予安全垫，边际向好的内外部环境赋予估值弹性。资产端底部反转是短期估值修复的核心。地产纾困政策渐次落地，政策导向彻底扭转，保市场主体的思路彻底明确。随着防疫政策优化对于经济修复的预期升温，叠加宽信用效果逐步显现，长端利率与权益市场有望迎来共振向上催化。我们认为本轮的寿险业复苏短期看疫情，中期看队伍，长期看产品。随着疫情防控形势不断修复向好，寿险板块有望迎来戴维斯双击，而短期资产端的逻辑弹性更强，长期负债端弹性则考验头部险企寿险转型成效。推荐中国平安、中国太保和中国人寿。

9. 风险提示

国内疫情扩散超市场预期。前文提到“疫情防控形势边际向好，寿险板块有望迎来戴维斯双击，而短期资产端的逻辑弹性更强，长期负债端弹性则考验头部险企寿险转型成效”。若疫情防控优化进程低于预期，持续的社交距离的限制或将使得传统营销队伍步入保障型业务销售受阻——队伍收入下滑——新增入口受限——新单回落的负向循环影响。同时新冠肺炎疫情变异毒株反复也将拖累资产端权益市场表现和长端利率水平，进而拖累寿险公司估值水平和投资收益。

宏观经济复苏低于预期。若放开后，宏观经济持续无法恢复至疫情前，甚至是放开前的平均水平，则对长端利率和权益市场产生较大压制，拖累寿险板块估值。

寿险业转型持续低于预期。近年来头部寿险公司积极实施寿险转型。若出现存量队伍质态优化不及预期，新增优增队伍入口迟迟无法打开局面，进而使得寿险业务新单和价值增长持续低迷。

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>