

保险 II 行业点评报告

为何年初以来保险股领涨金融股反攻号角？

增持（维持）

2023 年 01 月 12 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

■ 事件：2022 年 11 月至今（2023 年 1 月 12 日），申万保险指数累计上涨 38.9%（同期银行、券商和沪深 300 指数分别上涨 18.0%、12.8% 和 14.5%）；年初至今申万保险指数累计收益率为 6.9%，跑赢沪深 300 指数 3.1pct.。为何年初以来保险股领涨金融股反攻号角？如何看待板块持续性？

■ 长端利率是本轮寿险反弹的胜负手。我们在年度策略中旗帜鲜明提出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。寿险股隐含经济正向期权。全国 26 个主要城市地铁高频数据显示年初以来客流数据创出 2022 年 11 月以来新高，修复至放开前约 9 成水平。2022 年全年社融公布，“三箭齐发”企业中长贷一枝独秀，尽管居民购房需求冷淡，新增信贷仍超预期。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，边际向好的内外部环境赋予估值弹性。

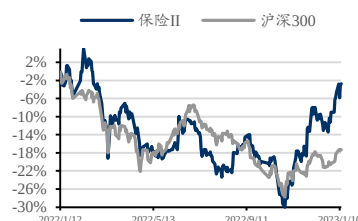
■ 为何年初以来保险股领涨金融股反攻号角？相比银行板块，同样受益于地产政策转向以及长端利率回升，保险股优势在于严重超跌+估值分位数更低，在年初集中重定价后，银行息差“前低后高”，我们预计全年商业银行息差仍有下行压力，低点或于 2Q23 出现。相对而言，得益于基数较低，保险股利润与 NBV 增速弹性更具吸引力。相比券商板块，同样受益于交投活跃度回暖提升板块估值与业绩预期，保险股优势在于在本轮市场反弹量能相对略显不足的背景下，1Q23 板块利润增速弹性有望更佳。在全面看好券商板块&财富管理方向背景下，β 外溢至寿险股可期。

■ 如何看待板块持续性？两条线索：参考复盘疫后 4Q21 估值水平&关注十年期国债收益 3% 整数关口。1) 当前市场环境类似 4Q21，综合考虑长端利率、机构持仓和外部环境，板块修复至 4Q21 平均估值水平可期（低持仓、低预期、利空出尽），当前市场对于负债端长期修复预期不足，但从“遥遥无期”演绎至“计日以期”。4Q21 平安、国寿、太保和新华 A 股 P/EV 估值水平分别为 0.70、0.70、0.54 和 0.48。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。从屋漏偏逢连夜雨到晨曦曙光初破晓，寿险拐点年务必重视。2) “十年期国债到期收益率 3.0% 整数关口是保险股估值重要分水岭，并且 3.0% 整数关口呈现向下跌破后易下难上和上涨突破后易上难下的周期性特征。虽然跌破 3.0% 后保险股往往有明显的估值下杀，但硬币的另一面是底部向上突破 3.0% 整数关口往往也有一波可观的反弹，则板块估值中枢有望在 4Q21 平均水平上进一步上修 15%。值得注意的是，若后续负债端复苏超预期，将进一步提升板块估值。

■ 投资建议：当前 A 股平安、国寿、太保和新华对应 2023 年 P/EV 分别为 0.59、0.75、0.42 和 0.35，处于历史估值分位数的 6%、16%、5% 和 5%，相对和绝对水平仍处于历史低位。β 外溢 α 验证，经济正向期权，推荐顺序：中国平安、中国太保和中国人寿，关注财险龙头中国财险。

■ 风险提示：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

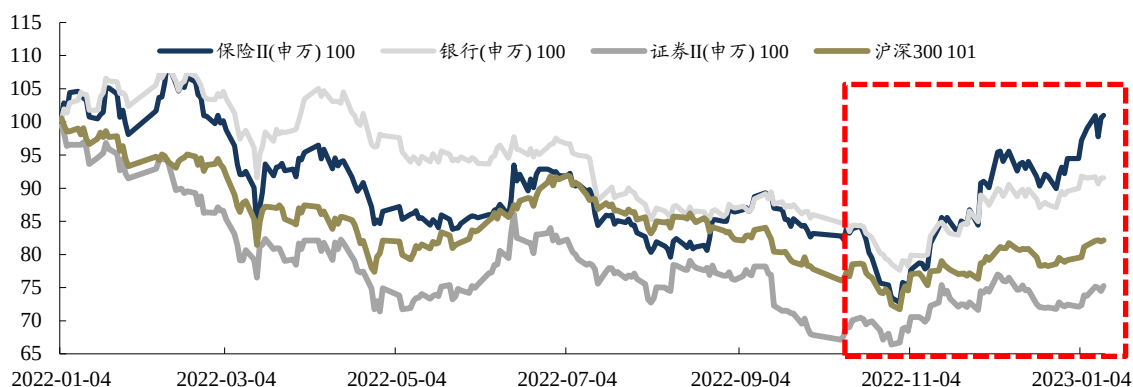
《扩大商车浮动系数范围：大势所趋，因地制宜，让利消费者并非等同损失——《关于进一步扩大商业车险自主定价系数浮动范围等有关事项的通知》点评》

2023-01-08

《钗于奁内待时飞——东吴证券 2023 年保险行业策略报告》

2023-01-05

图1：2022年11月以来保险板块领涨岁末金融股反攻号角



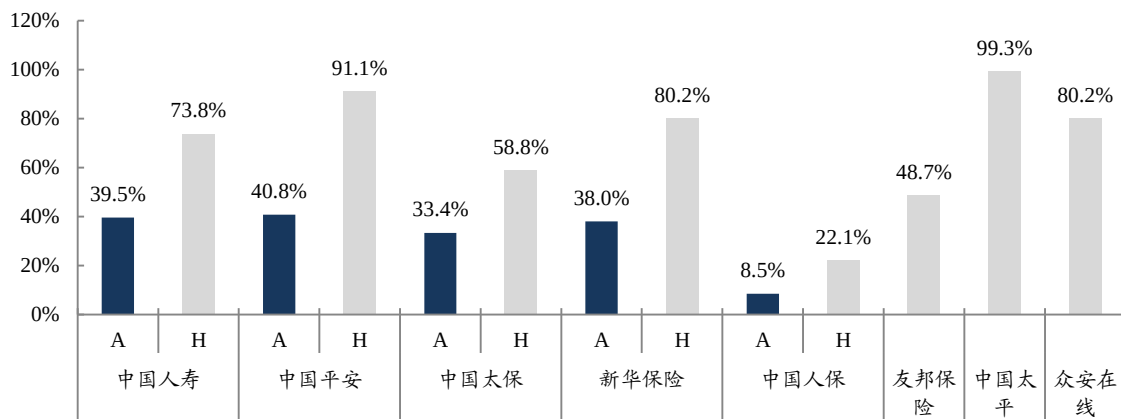
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2022年11月以来保险板块领涨岁末金融股反攻号角

			2022年11月以来保险股领涨金融板块							
股票代码	公司简称	涨跌幅	股票代码	公司简称	涨跌幅	公司简称	涨跌幅	股票代码	公司简称	涨跌幅
600599.SH	ST熊猫	46.7%	601601.SH	中国太保	33.4%	中信银行	17.1%	600390.SH	五矿资本	12.6%
600036.SH	招商银行	45.6%	600095.SH	湘财股份	28.0%	海德股份	17.1%	000627.SZ	天茂集团	12.5%
000001.SZ	平安银行	41.9%	601658.SH	邮储银行	25.3%	ST海投	15.5%	601818.SH	光大银行	12.5%
002142.SZ	宁波银行	41.7%	000617.SZ	中油资本	25.1%	陕国投A	15.3%	600705.SH	中航产融	11.9%
601318.SH	中国平安	40.8%	601456.SH	国联证券	24.2%	苏州银行	14.7%	600061.SH	国投资本	11.5%
601628.SH	中国人寿	39.5%	601377.SH	兴业证券	21.4%	广发证券	14.7%	601825.SH	沪农商行	11.3%
600958.SH	东方证券	38.1%	002423.SZ	中粮资本	21.4%	中金公司	14.2%	600908.SH	无锡银行	11.2%
601336.SH	新华保险	38.0%	600109.SH	国金证券	20.5%	拉卡拉	13.9%	600318.SH	新力金融	11.2%
000666.SZ	经纬纺机	37.4%	601166.SH	兴业银行	20.1%	厦门银行	12.7%	000987.SZ	越秀资本	11.1%
300059.SZ	东方财富	35.2%	600030.SH	中信证券	18.9%	香溢融通	12.7%	600906.SH	财达证券	11.0%

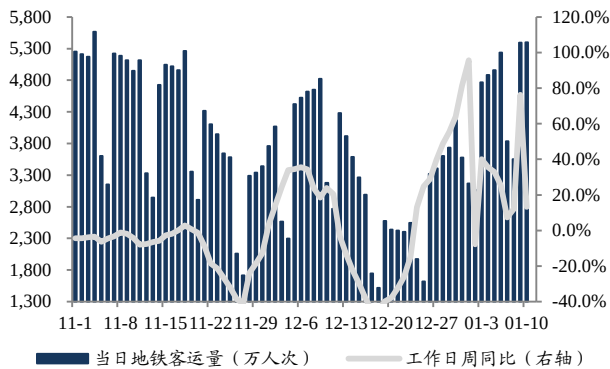
数据来源：Wind，东吴证券研究所；统计时间为：2022年11月1日至2023年1月12日

图3：2022年11月以来AH保险股涨幅差异对比（灰色为H股）



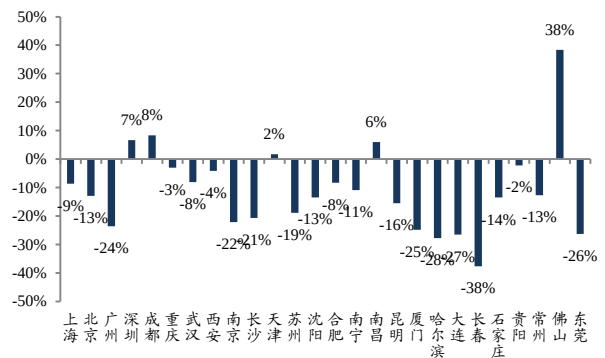
数据来源：Wind，东吴证券研究所；统计时间为：2022年11月1日至2023年1月12日

图4: 26个国内主要城市地铁客运量7天同比趋势



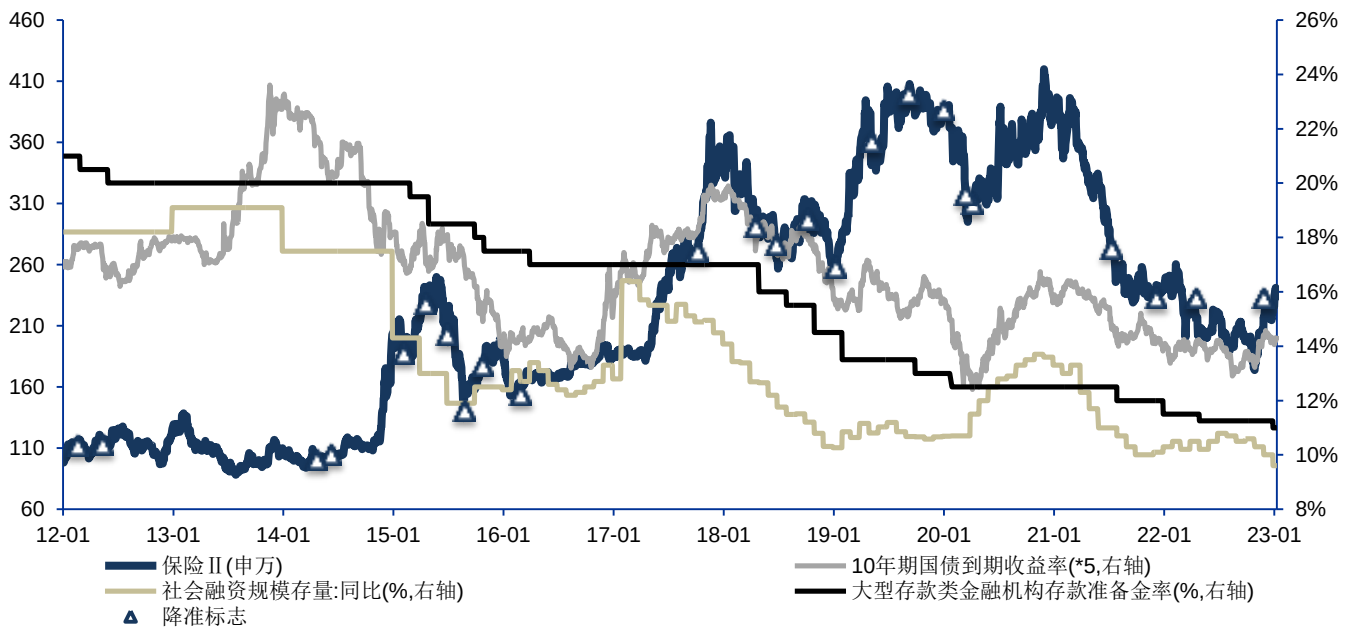
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023/1/10 主要城市客运量环比3Q22周日均增速



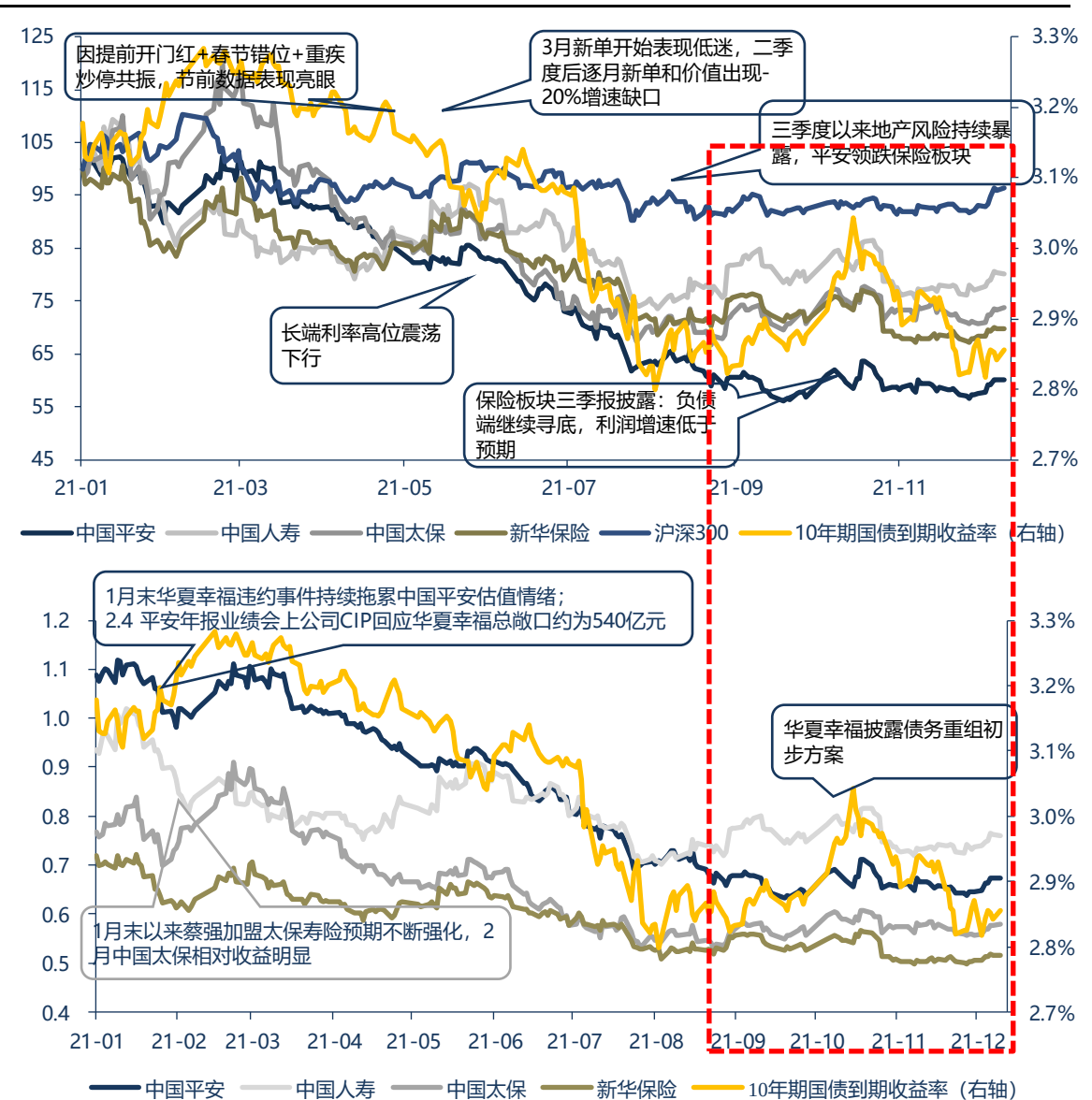
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 关注社融增速企稳对保险股估值的拉动作用



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7：当前市场环境类似 4Q21，综合考虑长端利率、机构持仓和外部环境，板块修复至 4Q21 平均估值水平可期（低持仓、低预期、利空出尽）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表1: 上市险企估值表 (以 2023 年 1 月 12 日股价计)

代码	EVPS	收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/EV	2021A	2022E	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	50.91	76.34	80.14	86.87	94.52	中国平安	0.67	0.64	0.59	0.54
601628.SH	中国人寿	37.12	42.56	45.66	49.50	53.32	中国人寿	0.87	0.81	0.75	0.70
601601.SH	中国太保	25.38	51.80	54.87	60.48	65.04	中国太保	0.49	0.46	0.42	0.39
601336.SH	新华保险	32.26	82.96	84.63	91.75	99.37	新华保险	0.39	0.38	0.35	0.32
代码	EPS	收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/E	2021A	2022E	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	50.91	5.56	6.35	8.24	9.17	中国平安	9.16	8.01	6.18	5.55
601628.SH	中国人寿	37.12	1.80	1.17	1.80	2.04	中国人寿	20.60	31.86	20.64	18.23
601601.SH	中国太保	25.38	2.79	2.29	3.36	3.58	中国太保	9.10	11.07	7.55	7.09
601336.SH	新华保险	32.26	4.79	2.64	4.05	4.44	新华保险	6.73	12.21	7.97	7.27
代码	BVPS	收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/B	2021A	2022E	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	50.91	44.44	47.14	51.88	57.44	中国平安	1.15	1.08	0.98	0.89
601628.SH	中国人寿	37.12	16.93	17.58	19.09	20.62	中国人寿	2.19	2.11	1.94	1.80
601601.SH	中国太保	25.38	23.57	25.01	27.64	30.04	中国太保	1.08	1.01	0.92	0.85
601336.SH	新华保险	32.26	34.77	34.08	37.58	41.06	新华保险	0.93	0.95	0.86	0.79
代码	BVPS	收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/B	2021A	2022E	2023E	2024E
2328.HK	中国财险	7.73	9.12	9.99	10.96	12.02	中国财险	0.73	0.67	0.61	0.56

数据来源: Wind, 公司财报, 东吴证券研究所

注: 除中国财险外, 以上公司皆为 A 股上市险企, 其中 A 股上市险企股价单位统一为人民币, 港股 (H 股) 险企股价单位统一为港元, 估值数据则按照 1 港元=0.8669 元人民币汇率计算, 数据更新至 2023 年 1 月 12 日, 上述公司盈利预测均来自东吴证券研究所, 均为已覆盖标的。"

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>