

## 保险

## 保险年度策略

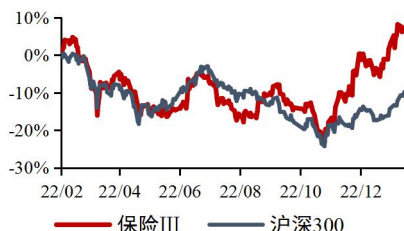
## 领先大市-A(维持)

负债端逐步改善，资产端关注利率走势、股市表现和涉房资产

2023 年 1 月 30 日

行业研究/行业年度策略

## 保险板块近一年市场表现



资料来源：最闻

| 首选股票           | 评级   |
|----------------|------|
| 601318.SH 中国平安 | 买入-A |
| 601628.SH 中国人寿 | 买入-B |
| 601601.SH 中国太保 | 增持-A |

## 相关报告：

【山证保险Ⅲ】主力产品结构有所变化，预计销售态势良好-【山证金融&衍生品】上市险企 2023 开门红展望 2023.1.3

【山证保险Ⅲ】寿险增速转负，产险增速继续回落-保险行业 11 月保费点评 2022.12.15

## 分析师：

崔晓雁

执业登记编码：S0760522070001

邮箱：cuixiaoyan@sxzq.com

## 研究助理：

王德坤

邮箱：wangdekun@sxzq.com

## 投资要点：

➤ **2022 年回顾：**保险指数跌 5.51%，较沪深 300 取得+16.12%的超额收益，较万得全 A 取得+13.15%的超额收益。个股涨幅排名：国寿+23.36%>人保+11.06%>平安-6.76%>太保-9.59%>新华-22.63%。1-3Q22 的 NBV 增速：国寿-15.4%、平安-26.6%、太保-37.8%、新华-48.5%。个股涨幅与基本面基本对应。权益资产表现不佳拖累总投资收益率，资产减值压力大幅减轻。

➤ **负债端：**储蓄险新单占比提升，健康险新单占比下降。短期来看：储蓄险对于保费规模维稳仍然重要，健康险增长仍受制于居民收入增速减缓、普惠保险替代等负面影响。渠道方面，我们认为代理人的流失速度将减缓，并有望在 2023 年企稳回升。银保渠道发展战略将延续。展望 2023 年，我们预计 NBV 增速：太保+8.1%>国寿+5.8%>平安+0.7%>新华-2.9%。

➤ **投资端：**上市险企涉房投资占比处 3.6%-5.1%区间，房地产预期改善背景下，平安或最受益。IMF 预测 2023 年中国实际 GDP 有望达到 4.44%，高于 2022 年的 3.21%，经济有望复苏带动利率上行，10 年期国债收益率已从 8 月中旬的 2.58%升至 1 月 29 日的 2.92%，上升幅度 24BP。沪深 300 当前市盈率处近 5 年约 40%分位，市净率约 30%分位，估值较为合理。利率上行、股市上行有望给险企带来贝塔行情。

➤ **投资建议：**2023 年，险企面临的或将是负债端有改善但仍相对较弱、利率上行、股市有望上行的情景，我们认为这与 2020 年 4 月至 11 月类似，彼时险企的贝塔行情较为明显。基于此依次推荐国寿、平安、太保。

【国寿】负债端优于同业，资产端弹性较足。人力队伍稳固程度优于同业、新单增长稳健、资产端对利率和股市走势敏感性较高。1 月 20 日股价对应 2023E P/EV 0.71x，处于合理估值区间。

【平安】负债端压力缓解，涉房投资资产质量&收益率改善。公司坚定推进渠道&产品改革，目前产品结构好转、代理人质量提升，我们认为公司业绩或渐入佳境。1 月 20 日股价对应 2023E P/EV 0.57x，处近 5 年以来相对低位。

【太保】负债端明显改善。公司新单增速快，对个险&银保渠道改革推进落地执行情况良好。1 月 20 日股价对应 2023E P/EV 0.43x，处于近 5 年以来较低位置。

**风险提示：**涉房投资恶化，宏观经济下行，股市波动加剧等。



## 目录

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 1. 保险股 2022 年股价及业绩表现.....                 | 3  |
| 1.1 保险股较沪深 300、万得全 A 取得超额收益.....          | 3  |
| 1.2 寿险：新单保费增速分化，NBVM 持续承压，NBV 降幅逐步收窄..... | 4  |
| 1.3 产险：保费增速呈高位下行，综合成本率略有下降.....           | 5  |
| 1.4 资产端：资本市场拖累影响较大.....                   | 6  |
| 2. 负债端：虽有改善但仍偏弱.....                      | 8  |
| 2.1 产品：储蓄险对保费规模维稳仍然重要.....                | 8  |
| 2.2 渠道：个险渠道逐步复苏，银保渠道持续发力.....             | 12 |
| 2.3 各上市险企 2023 年 NBV 预测.....              | 13 |
| 3. 资产端：关注利率走势、股市表现和涉房资产.....              | 17 |
| 3.1 涉房资产：物权投资占比高的业绩弹性或最大，平安最为受益.....      | 17 |
| 3.2 经济复苏有望带动利率上行，股市当前估值处于合理偏低位置.....      | 19 |
| 3.3 关注 IFRS 9 和 IFRS 17 的同步实施.....        | 20 |
| 4. 投资建议.....                              | 23 |
| 4.1 中国人寿：负债端优于同业，资产端弹性较足.....             | 24 |
| 4.2 中国平安：负债端压力缓解，涉房投资资产质量&收益率改善。.....     | 25 |
| 4.3 中国太保：负债端明显改善.....                     | 26 |
| 风险提示.....                                 | 27 |

## 1. 保险股 2022 年股价及业绩表现

### 1.1 保险股较沪深 300、万得全 A 取得超额收益

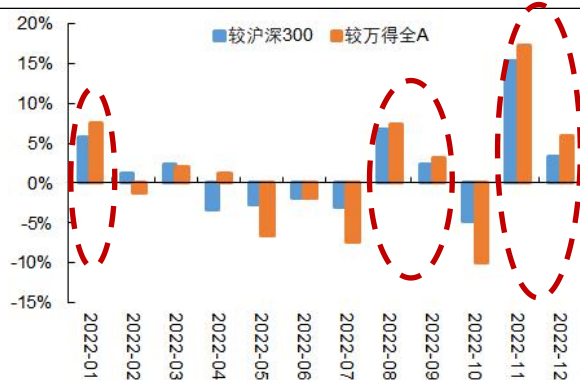
2022 年全年，保险指数<sup>1</sup>跌 5.51%，而沪深 300 跌 21.63%、万得全 A 跌 18.66%，保险指数较沪深 300 取得+16.12%的超额收益，较万得全 A 取得+13.15%的超额收益。分月度来看，保险指数的超额收益主要产生于 1 月、8-9 月及 11-12 月。其中，1 月时市场风格偏向与低估值的金融风格，在沪深 300 及万得全 A 下跌时保险指数走势相对稳健。8-9 月时外资超预期流出，但因外资持有保险股市值比例较低，及保险股中报披露的相关业务数据显示保险业务降幅有所收窄，保险股在大市下跌之下小幅上涨。11 月以来，房地产行业预期持续改善，保险股因资产质量担忧减轻，股价快速反弹，较大市取得了较为明显的超额收益。

图 1：保险指数与沪深 300、万得全 A 涨跌幅比较



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：保险指数各月的月度超额收益



资料来源：Wind，山西证券研究所

2022 年全年，保险个股涨幅排名：中国人寿+23.36%>中国人保+11.06%>中国平安-6.76%>中国太保-9.59%>新华保险-22.63%。个股涨幅排名与基本面表现基本匹配。中国人寿负债端表现相对稳健且资产端弹性较足，与之相比，平安、太保资产端弹性不足，新华负债端较为弱势，所以国寿股价表现较好。2022 年前十个月，产险保费一直处于高增状态，一方面是由于 2021 年低基数影响，另一方面新能源车等汽车销量增速较快使得车险销售良好。受此带动，中国人保股价表现也较为亮眼。平安 2022 年仍受负债端发展不佳、资产端资产质量担忧的困扰，11 月之前股价走势较弱，11 月之后因房地产预期改善股价反弹幅度较大。太保自重拾银保渠道以来，新单保费增速虽然较快，但价值率受到明显负面影响，因此股价表现并不突出。新华则因负债端量、价均表现不佳，且资产端受到利率下行及股市拖累，股价表现弱于其他险企。

<sup>1</sup> 本文以申万二级保险指数代表保险指数，下同。

图 3：各险企涨跌幅比较



资料来源：Wind，山西证券研究所

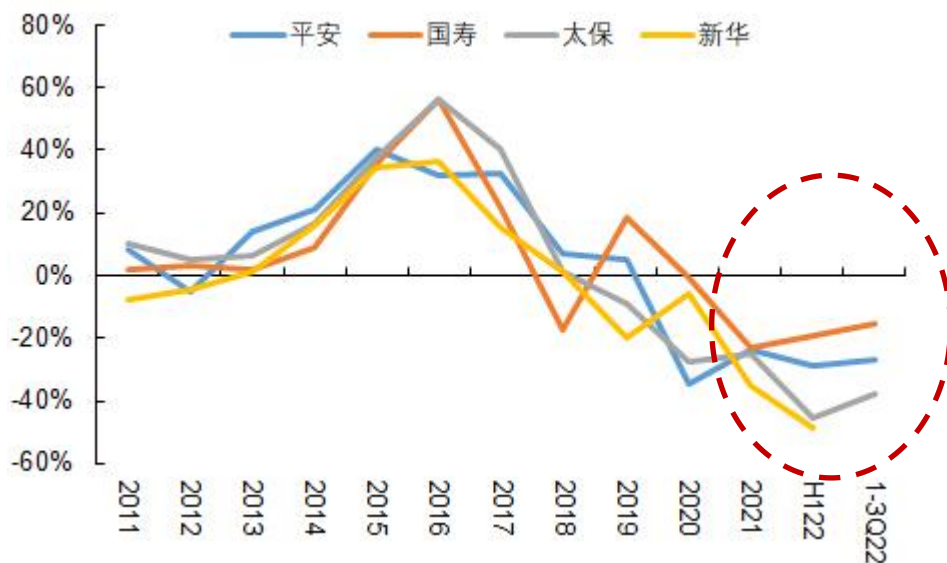
## 1.2 寿险：新单保费增速分化，NBVM 持续承压，NBV 降幅逐步收窄

1-3Q22 的 NBV 增速：中国人寿-15.4%、中国平安-26.6%、中国太保-37.8%，降幅均较 H122 收窄。从新单增速和 NBVM 两个角度来看，各险企降幅收窄原因不同：1) 中国平安新单增速不佳，1-3Q22 同比-12.9%；但 NBVM 降幅明显收窄，1-3Q22 为 25.8%、较 H122+0.1pct、较 2021 年-2.0pct (vs2021 年较 2020 年-5.5pct)。2) 中国人寿新单增速稳健，1-3Q22 同比+6.3%；NBVM 略有承压，H122 为 18.5%、较 2021 年-7.0% (vs2021 年较 2020 年-4.6%)。3) 中国太保新单增速明显上行，1-3Q22 同比+30.9%，明显高于同业；同时，NBVM 也出现拐点，1-3Q22 为 14.1%、较 H122+3.4pct、较 2021 年-9.4pct (vs2021 年较 2020 年-15.4pct)。4) 新华保险的新单增速、NBVM 双双徘徊在低位，1-3Q22 新单同比-2.9%、增速仅高于平安，1-3Q22 的 NBVM 为 6.6%、较 H122-6.3pct，在 2021 年的低基数基础上继续下滑。

各险企新单增速及 NBVM 变化与各自经营策略有关，在第 2 章中我们会进行详述。

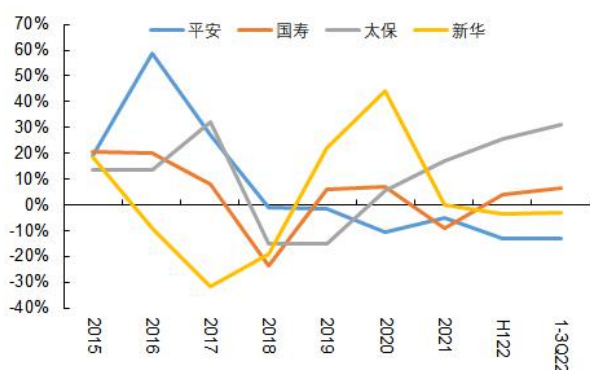


图 4：各险企 NBV 增速变化趋势



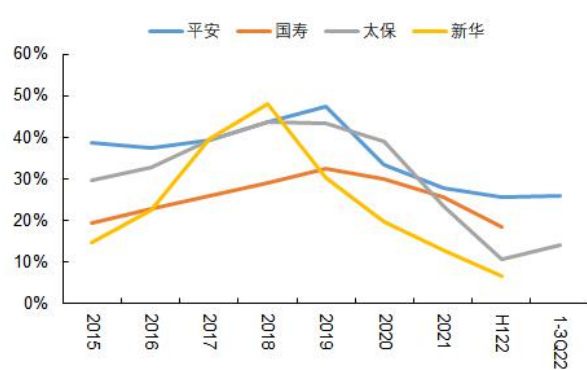
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 5：各险企寿险新单保费增速变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 6：各险企新业务价值率变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

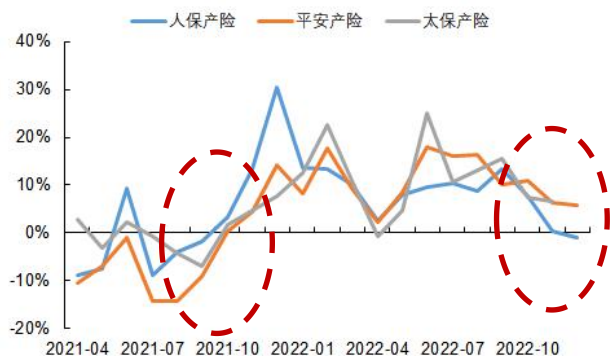
### 1.3 产险：保费增速呈高位下行，综合成本率略有下降

2020 年 10 月的车险综改对产险市场发展影响较大。车险综改施行后，2021 年前 10 个月产险市场持续低迷，但自当年 10 月开始，由于低基数的原因，产险保费增速迅速回正并上行至双位数的高位。到 2022 年 10 月，产险保费增速又开始下降，这一方面是因为 2021 年基数较高，另一方面则是因为汽车销量增速降低。就绝对值而言，当前各家上市险企的产险保费规模基本已恢复至与车险综改前持平或略有超出。

前三季度产险综合成本率与 2021 年略有下降，平安、人保分别为 97.9%和 96.5%，较 2021 年全年-0.1pct

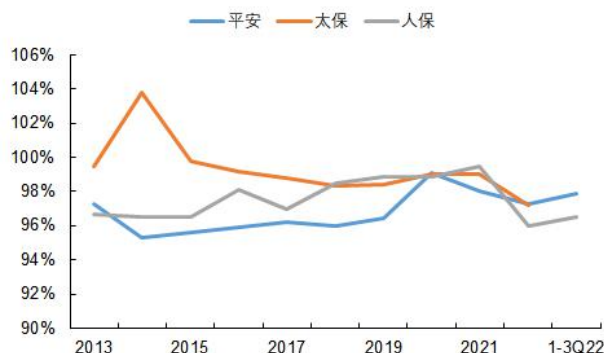
和 3.0pct。综合成本率下行主要由综合费用率下行来驱动，2022 年综合费用率延续了 2021 年的下行趋势。

图 7：各险企产险保费增速变化



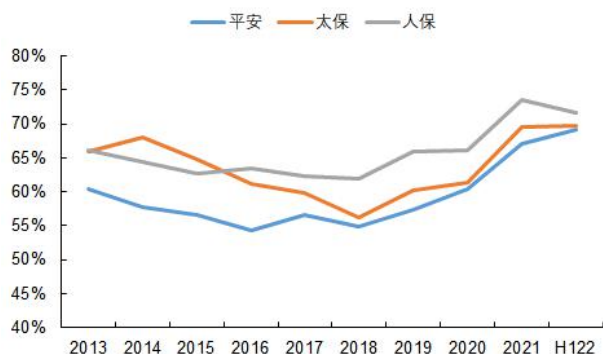
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 8：各险企产险综合成本率变化



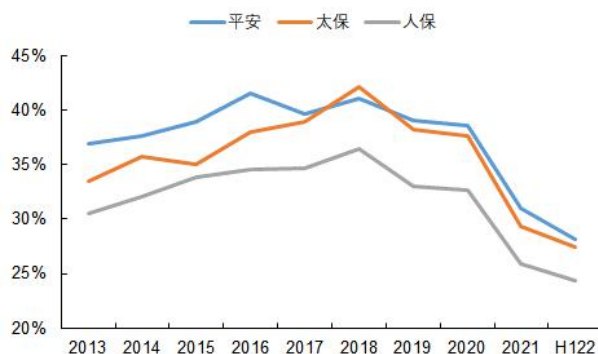
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 9：各险企综合赔付率变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 10：各险企产险综合费用率变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

## 1.4 资产端：资本市场拖累影响较大

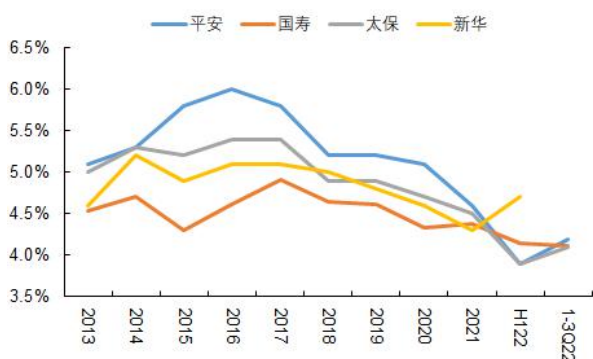
前三季度净投资收益率：平安 4.20%、国寿 4.12%、太保 4.10%、新华未披露；总投资收益率：平安 2.70%、国寿 4.03%、太保 4.10%、新华 3.70%。

权益类资产的投资收益率波动是拖累投资收益的主因。根据太保 H122 公告，其权益类资产投资收益率仅 1.20%，而固收类资产为 4.7%、投资性房地产为 6.4%，权益类资产投资收益率大大低于其他大类资产。

投资资产减值损失已不再是影响投资收益的重要因素：以平安为例，平安在 2021 年时即处理华夏幸福相关资产减值 432 亿元，H122 公告显示平安持有华夏幸福股权投资仅余 31.54 亿元，规模较小。此外，平

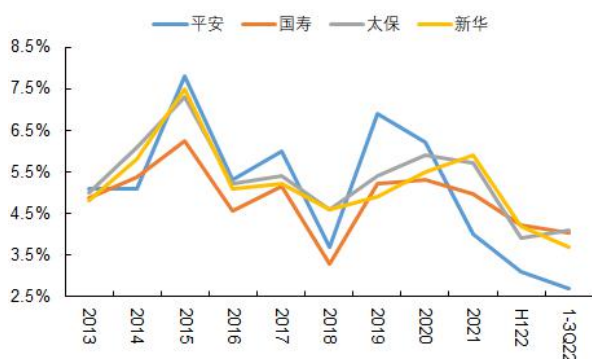
安投资的中国金茂、旭辉、碧桂园等公司，计提的减值准备也基本可以覆盖投资损失。

图 11：上市险企净投资收益率变化趋势



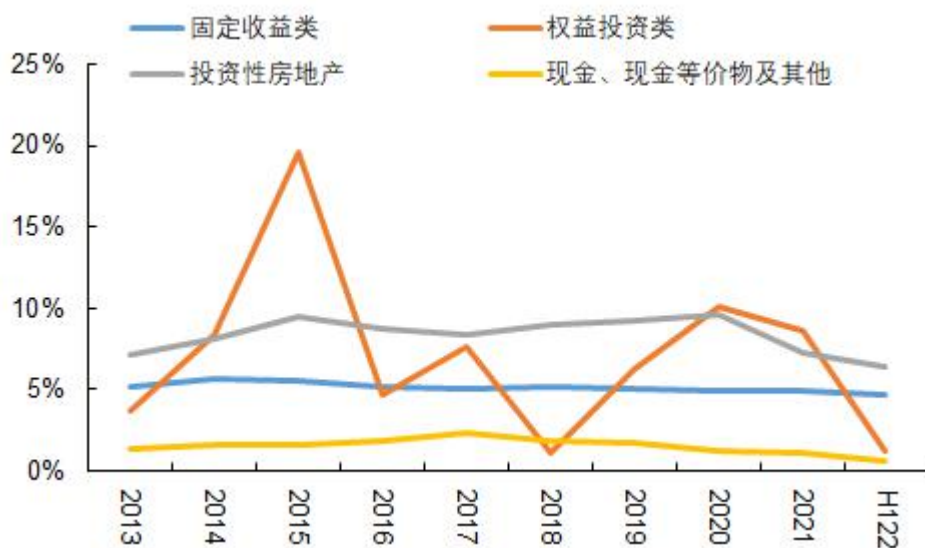
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 12：上市险企总投资收益率变化趋势



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 13：中国太保的投资资产中，权益投资类收益率波动最大



资料来源：Wind，山西证券研究所

## 2. 负债端：虽有改善但仍偏弱

保险市场的稳固发展需要合理平衡保险公司、渠道、消费者三方的利益。

此前销售较好的重疾险即使如此：它可以满足保险公司对保费规模及内含价值增长的需求，也可以满足保险代理人对于高佣金的需求，还能满足保险消费者患重疾后对医疗费用、收入损失等进行补偿的需求。

2020 年以来，因居民收入增长乏力、重疾险需求空间被逐步填满，加之保险公司自身进行的代理人清虚等改革，保费增长一度陷入低迷。保险市场需要由一种新产品来带动发展。

以增额寿为代表的储蓄险较好地重建了险企、渠道、消费者三方利益平衡。对于保险公司而言，它可以满足增加保费规模的迫切需求；对于渠道商而言，虽然储蓄险佣金率较重疾险更低，但件均成交保费规模大，佣金收入也较为可观；对于消费者而言，保险产品具有的确定性收益满足了其储蓄需求，其中增额寿 3%+ 的复利收益不仅收益率较高，而且完全确定，使之成为热销产品。

展望 2023 年，基于新平衡逐步建立、经济逐步好转后居民收入预期改善、储蓄险产品吸引力仍较强等因素，我们认为保险产品销售将逐步从“销售难—佣金收入低—人力流失”的恶性循环转向“销售改善—佣金提升—人力企稳”的良性循环。我们判断 2023 年代理人的规模变动将从大规模流失逐步变为自然汰换，人均产能则受益于险企改革推进而保持提升。银保渠道由于具备销售储蓄险的天然优势，新单占比有望继续提升。新单保费规模有望实现正增长，但 NBVM 会因销售产品的结构变化而小幅下滑。综合影响之下 NBV 表现有明显改善。

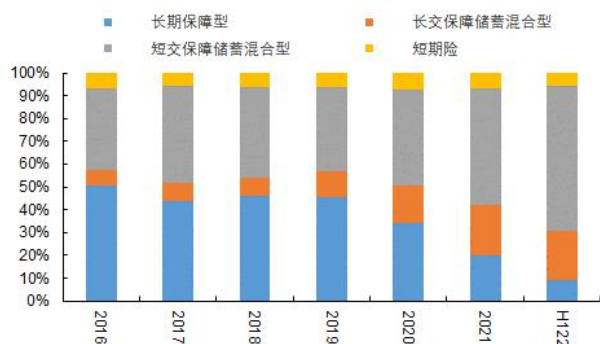
### 2.1 产品：储蓄险对保费规模维稳仍然重要

储蓄险新单占比提升，健康险/保障型新单占比下降是各家上市险企的共性。以平安为例，其长期保障型新单占比从 2016 年的 50.5% 降至 H122 的 9.3%，而长交/短交保障储蓄混合型新单占比从 2016 年的 7.0%/35.6% 升至 H122 的 21.4%/63.7%，储蓄险新单基本占据绝对主导地位。国寿、新华也呈现大致相同的趋势。新单结构的变化深刻反映了市场需求的变化，对于客户而言，2022 年资产配置更偏谨慎。以增额寿为代表的储蓄险 IRR 较高且确定，风险收益比高于银行理财、货币基金等产品，因此市场认可度较高。

但对于保险公司而言，储蓄险的热销可以帮助其实现规模维稳，但 NBVM 有明显降低。根据平安 2021 年报，其长期保障型产品 NBVM 为 86.7%，而长/短交保障储蓄混合型为 47.4%/20.8%。

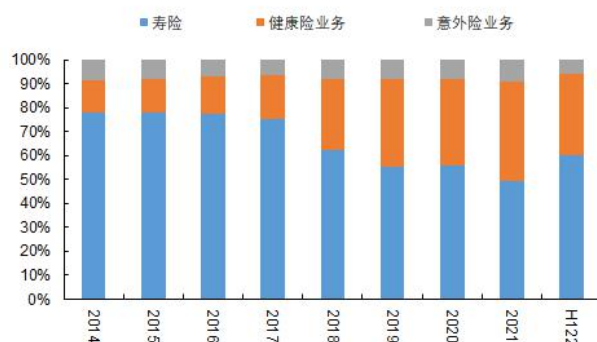


图 14：中国平安新单结构变化



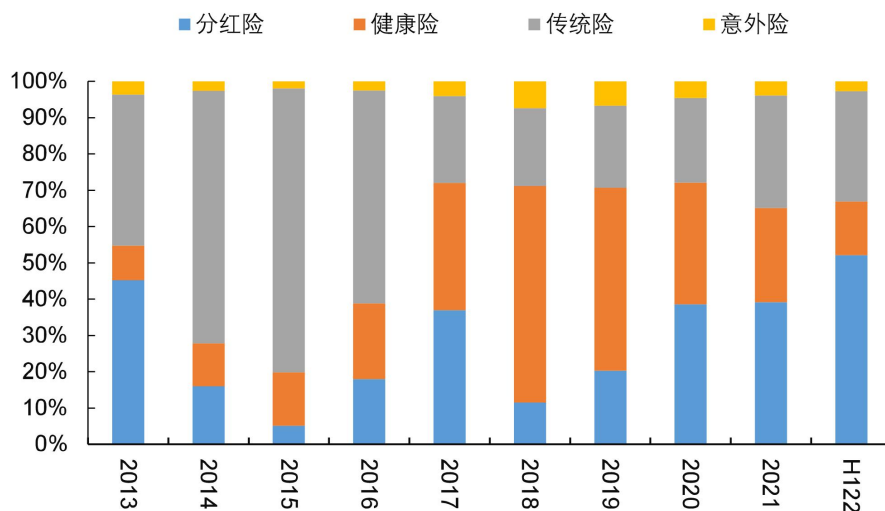
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 15：中国人寿新单结构变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 16：新华保险新单结构变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

展望 2023 年，我们认为储蓄险销售热度将持续，商业健康险仍将面临居民需求不足和普惠健康险的冲击。根据上市险企开门红产品来看，储蓄险的种类已有所丰富。此前年度开门红产品一般由“年金+万能账户”主导，但 2023 年开门红中平安、太保则引入了增额寿。对于客户而言，增额寿和“年金+万能账户”的收益结构明显不同。增额寿类似于银行储蓄，但是其 IRR 略高于银行储蓄，且为完全确定的复利收益，当持有保单时间达到一定长度时，该复利收益可以达到 3% 以上。“年金+万能账户”收益率会有波动，波动主要来自于万能账户的结算利率。上市险企 2023 年开门红产品中，万能账户的结算利率普遍较 2022 年下降，这也顺应长端利率下行的趋势。在此种背景下，我们认为收益率完全确定的增额寿产品将更获青睐。

表 1：上市险企 2023 年与 2022 年开门红主力产品比较

| 险企   | 2023 开门红产品 |                                                                                                                             | 2022 开门红产品 |                                                                                                                                                                       | 比较                                                                          |
|------|------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|
| 中国平安 | 主险         | 御享财富 23、财富养老 23、盛世金越（尊享版）                                                                                                   | 主险         | 御享金瑞、御享财富、御享财富养老                                                                                                                                                      | 主险产品 IRR：保障期限较短的御享财富 23 较御享财富+7BP；保障期限较长的财富养老 23 较御享财富养老 -16BP。             |
|      | 主险 IRR     | 御享财富 23：30 岁男性/3 年缴费/8 年保障期，IRR 为 1.81%；<br>财富养老 23：60 岁男性/3 年缴费/10 年保障期，IRR 为 1.77%；<br>盛世金越（尊享版）：增额寿，保额按照 3.5%年复利递增。      | 主险 IRR     | 御享金瑞：30 岁男性/3 年缴费/8 年保障期，IRR 为 0.60%；<br>御享财富：30 岁男性/3 年缴费/8 年保障期，IRR 为 1.74%；<br>御享财富养老：60 岁男性/3 年缴费/10 年保障期，IRR 为 1.93%。                                            | 万能账户结算利率：保底利率不变，但现行结算利率-20BP。                                               |
|      | 附加账户       | 聚财宝终身寿（万能型）：保底利率 1.75%，当前结算利率 4.8%；<br>聚财宝养老（万能型）：保底利率 1.75%，当前结算利率 4.8%。                                                   | 附加账户       | 聚财宝 21（万能型）：保底利率 1.75%，彼时结算利率 5.0%。                                                                                                                                   | 总结：万能账户结算利率有所下调以顺应长端利率下行趋势，但对客户而言仍有一定吸引力。此外，盛世金越（尊享版）作为增额寿加入开门红，预计将有良好销售态势。 |
| 中国人寿 | 主险         | 鑫享未来、鑫瑞稳赢、鑫瑞年年                                                                                                              | 主险         | 鑫裕臻享、鑫裕金生、鑫裕年年、鑫裕尊享                                                                                                                                                   | 主险产品 IRR：有所下降但幅度不大，降幅基本在 10BP 以内。                                           |
|      | 主险 IRR     | 鑫享未来：30 岁男性/3 年缴费/10 年保障期，IRR 为 1.67%；<br>鑫瑞稳赢：30 岁男性/3 年缴费/15 年保障期，IRR 为 1.64%；<br>鑫瑞年年：60 岁男性/3 年缴费/保障至 70 岁，IRR 为 2.76%。 | 主险 IRR     | 鑫裕臻享：30 岁男性/3 年缴费/10 年保障期，IRR 为 1.77%；<br>鑫裕金生：30 岁男性/3 年缴费/10 年保障期，IRR 为 1.68%；<br>鑫裕年年：60 岁男性/3 年缴费/保障至 70 岁，IRR 为 2.77%；<br>鑫裕尊享：30 岁男性/3 年缴费/15 年保障期，IRR 为 1.71%。 | 万能账户结算利率：保底利率不变，鑫尊宝 A 款和 C 款现行结算利率-20BP。                                    |
|      | 附加账户       | 保底利率均为 2.5%，当前结算利率如下：<br><br>鑫尊宝终身寿（万能型）（A 款）：4.8%；                                                                         | 附加账户       | 保底利率均为 2.5%，彼时结算利率如下：<br><br>鑫尊宝终身寿（万能型）（A 款）：5.0%；                                                                                                                   | 总结：主险 IRR 及万能结算利率均有所下调，顺应长端利率下行趋势。万能险保证利率较可观且现行结算利率较高，对客户而言有一定吸引力。          |

| 险企   | 2023 开门红产品   |                                                                                | 2022 开门红产品   |                                                                                  | 比较                                                                            |
|------|--------------|--------------------------------------------------------------------------------|--------------|----------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|
|      |              | 鑫尊宝终身寿（万能型）（C款）：3.7%；<br>鑫尊宝终身寿（万能型）（乐鑫版）：4.4%。                                |              | 鑫尊宝终身寿（万能型）（C款）：3.7%；<br>鑫尊宝终身寿（万能型）（乐鑫版）：4.6%。                                  |                                                                               |
| 中国太保 | 主险           | 长相伴（盛世版），增额寿，保额按 3.5% 年复利递增。                                                   | 主险           | 鑫享事诚（庆典版）                                                                        | 主险产品由原来的短期年金变为增额寿，IRR 有明显提升。                                                  |
|      | 主险 IRR       | 30 岁男性/3 年缴费时，持有保单时间越长 IRR 越高。持有 25 年 IRR 可达 3% 以上，最高接近 3.35%。                 | 主险 IRR       | 30 岁男性/3 年缴费/7 年保障期，IRR 为 1.57%                                                  | 万能账户结算利率：传世庆典结算利率保持不变，传世赢家和传世管家降幅较大。                                          |
|      | 附加账户         | 保底利率均为 2.5%，当前结算利率如下：<br><br>传世庆典（万能型）：5%；<br>传世赢家（万能型）：4.5%；<br>传世管家（万能型）：4%。 | 附加账户         | 保底利率均为 2.5%，彼时结算利率如下：<br><br>传世庆典（万能型）：5%；<br>传世赢家（万能型）：4.8%；<br>传世管家（万能型）：4.6%。 | 总结：主险主推增额寿，利于增强对客户的吸引力。万能账户结算利率虽下滑，但考虑到客户购买增额寿以后持有时间较长，结算利率下降不会对产品销售产生明显负面影响。 |
| 新华保险 | 主险           | 惠金享 2023                                                                       | 主险           | 惠金享 2022                                                                         | 主险产品 IRR：保持不变。                                                                |
|      | 主险 IRR       | 30 岁男性/3 年缴费/8 年保障期，IRR 为 1.76%                                                | 主险 IRR       | 30 岁男性/3 年缴费/8 年保障期，IRR 为 1.76%                                                  | 万能账户结算利率：保底利率不变，现行结算利率-40BP。                                                  |
|      | 附加账户         | 金利优享（万能型）：保底利率 2.5%，当前结算利率 4.6%                                                | 附加账户         | 金利优享（万能型）：保底利率 2.5%，彼时结算利率 5.0%                                                  | 总结：主险 IRR 不变。万能账户结算利率下降，顺应长端利率下行趋势。万能账户结算利率处同业中中等偏下水平。                        |
| 中国太平 | 主险<br>主险 IRR | 国金一号<br>30 岁男性/3 年缴费/8 年保障期，IRR 为 1.82%。                                       | 主险<br>主险 IRR | 国玺世享<br>30 岁男性/3 年缴费/8 年保障期，IRR 为 1.74%。                                         | 主险产品 IRR：略有上升，以 30 岁男性/3 年期缴费/8 年保障期来看，上升幅度为 8BP。                             |
|      | 附加账户         | 中鑫账户（万能型）：保底利率 2.5%，当前结算利率 4.9%。                                               | 附加账户         | 保底利率均为 2.5%，彼时结算利率如下：<br><br>荣耀至尊（万能型）：5.0%；                                     | 万能账户结算利率：保底利率不变，可附加账户由两种减为一种，现                                                |

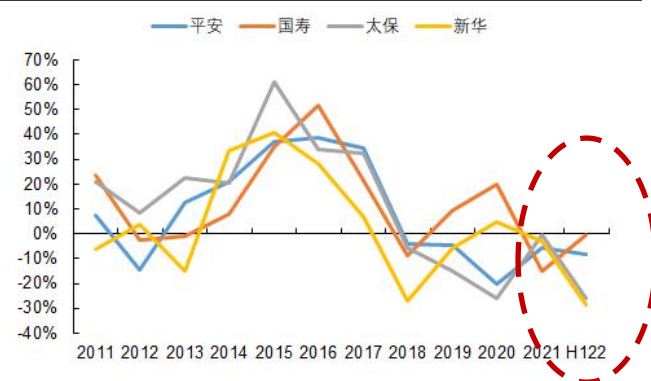
| 险企 | 2023 开门红产品 | 2022 开门红产品     | 比较                                   |
|----|------------|----------------|--------------------------------------|
|    |            | 荣耀钻（万能型）：4.6%。 | 行结算利率较去年较高者-10BP。                    |
|    |            |                | 总结：主险 IRR 小幅上升，万能账户现行结算利率在同业中处于较高水平。 |

资料来源：各险企官方微信，各险企官网，保险师 APP，山西证券研究所

## 2.2 渠道：个险渠道逐步复苏，银保渠道持续发力

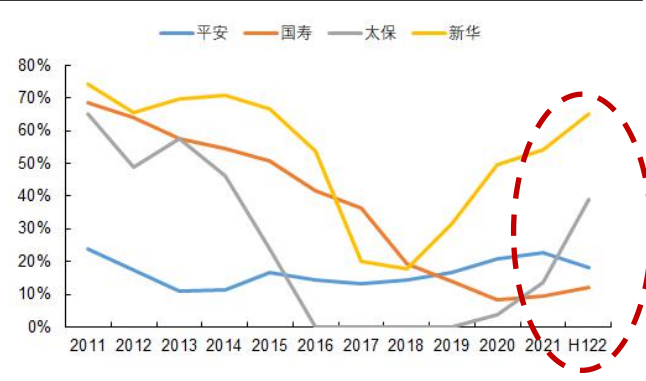
2022 年代理人渠道增长仍然承压，但银保渠道表现亮眼。个险新单增速：平安-8.3%（上半年）、国寿-0.4%（上半年）、太保-25.8%（前三季度）、新华-28.3%（前三季度）。太保、新华增速较低，主要因为重点转向银保渠道，二者银保新单占比近年来显著提升。银保新单占比：平安 18.3%（上半年）、国寿 12.1%（上半年）、太保 38.8%（前三季度）、新华 65.1%（前三季度），较 2021 年变动：平安-4.5pct、国寿+2.7pct、太保+25.2pct、新华+11.0pct。

图 17：各险企个险新单增速



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 18：各险企银保新单占比

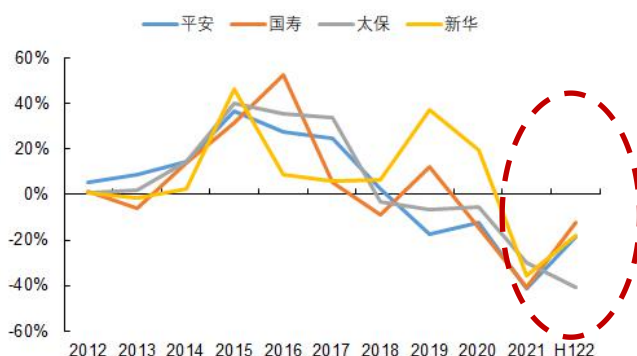


资料来源：公司公告，山西证券研究所

代理人仍然是保险销售的最重要渠道。拆分代理人新单来看，代理人降幅已经收窄，代理人产能有明显提升。上半年代理人规模增速：平安-18.6%、国寿-12.2%、太保-40.6%、新华-18.3%，除太保外降幅均处于收窄状态；人均产能增速：平安+66.1%、国寿+53.5%、太保+33.3%、新华+6.1%，除新华外均大幅提升。

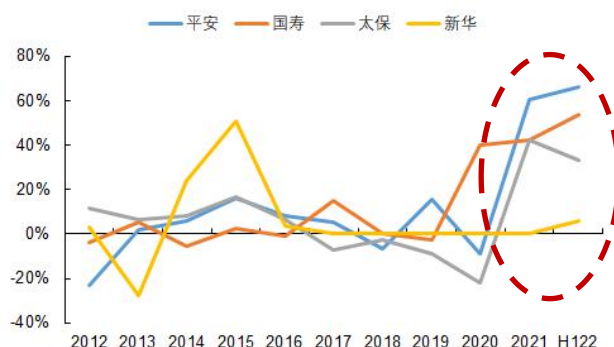


图 19：代理人数量降幅收窄



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 20：代理人产能大幅提升



资料来源：公司公告，山西证券研究所

我们认为代理人的流失速度将减缓，并有望在 2023 年实现筑底。在经历了较长时间的渠道改革后，代理人人均产能明显提升，改革的成效逐步显现。伴随产品的市场接受度提高，产品销售难度将降低，代理人留存率、增员情况有望改善，代理人规模的变动将逐步由险企清虚主导演变为自然汰换主导。需要注意的是，人均产能的快速提升有一部分原因是代理人大规模流失所引起的被动提升，在流失速度明显减缓后，人均产能提升速度也会有所降低，但综合影响之下个险新单规模有望恢复增长。

银保方面，太保、新华将持续发力银保渠道，平安围绕平安银行逐步完善新银保建设，国寿银保渠道较为稳健，预计 2023 年各险企关于银保渠道的发展战略不会发生较大变化。

## 2.3 各上市险企 2023 年 NBV 预测

中国平安 2023 年负债端核心假设：

1) **个险渠道**：人力规模变动将由公司清虚主导变为自然汰换主导，代理人职业化、专业化程度提高，留存率提高，人力规模企稳回升，且人均产能继续保持提升。预计 2023 年代理人规模同比+2.3%，人均产能同比+16.6%、继续保持较高增速，个险新单同比+19.3%。个险渠道 NBVM 在储蓄险销售良好、保障型产品销售欠佳的背景下继续下滑，预计 2023 年同比-5.0pct。**个险渠道 NBV 同比+2.3%。**

2) **银保渠道**：储蓄险产品短期对于保费规模增长较为重要，银保渠道以销售储蓄险产品为主，或将更加受到重视，预计银保新单同比+25.0%，增速继续保持高位。同时，由于销售产品结构变化，预计银保渠道 NBVM 小幅下降 1.5pct。**银保渠道 NBV 同比+13.6%。**

3) **其他渠道**：包括电销、团险渠道等。预计 2023 年其他渠道 NBV 同比-18.1%。

综上，我们预测中国平安 2023 年的 NBV 同比+0.7%。

表 2：预计中国平安 2022 年 NBV 同比-24.3%，2023 年同比+0.7%

|                                | 绝对值           |               |               | 同比变动幅度        |               |               |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                                | 2021A         | 2022E         | 2023E         | H122          | 2022E         | 2023E         |
| 代理人数量（万人）                      | 60            | 43            | 44            | -44.8%        | -28.4%        | 2.3%          |
| 代理人产能（元/人/月）                   | 10,012        | 12,891        | 15,032        | 66.1%         | 28.7%         | 16.6%         |
| 个险新单（百万元）                      | 72,131        | 66,516        | 79,367        | -8.3%         | -7.8%         | 19.3%         |
| 个险 NBVM                        | 43.1%         | 35%           | 30%           | -             | -8.1pct       | -5.0pct       |
| <b>个险 NBV（百万元）</b>             | <b>31,076</b> | <b>23,280</b> | <b>23,810</b> | <b>-30.6%</b> | <b>-25.1%</b> | <b>2.3%</b>   |
| 银保新单（百万元）                      | 9,152         | 12,304        | 15,380        | 45.0%         | 34.4%         | 25.0%         |
| 银保 NBVM                        | 19.3%         | 16.5%         | 15.0%         | -             | -2.8pct       | -1.5pct       |
| <b>银保 NBV（百万元）</b>             | <b>1,769</b>  | <b>2,030</b>  | <b>2,307</b>  | <b>14.8%</b>  | <b>14.8%</b>  | <b>13.6%</b>  |
| <b>其他渠道（以电销、团险等为主）NBV（百万元）</b> | <b>5,053</b>  | <b>3,372</b>  | <b>2,763</b>  | <b>-25.2%</b> | <b>-33.3%</b> | <b>-18.1%</b> |
| <b>NBV（百万元）</b>                | <b>37,898</b> | <b>28,683</b> | <b>28,880</b> | <b>-28.5%</b> | <b>-24.3%</b> | <b>0.7%</b>   |

资料来源：公司公告，山西证券研究所

#### 中国人寿 2023 年负债端核心假设：

1) **个险渠道**：国寿个险队伍稳固，人力流失压力小于同业，预计这种状态可在 2023 年继续保持，2023 年代理人规模同比+2.9%。同时，代理人产能保持提高，人均产能同比+14.6%。个险 NBVM 仍旧受到销售产品结构的影响而下滑，同比-5.0pct。**个险渠道 NBV 同比+3.7%。**

2) **其他渠道**：以银保渠道为主（H122 新单占比超 95%），国寿银保渠道经营保持稳健。H122 依靠银保趸交上量，新单增速近 40%，2023 年国寿或将延续银保趸交冲量的战略，新单继续保持增长，但因 2022 年基数较高的影响增速有所下降。预计 2023 年其他渠道新单同比+34.7%。此外，由于产品销售战略基本延续+其他渠道 NBVM 已处于较低位置，预计 2023 年产品销售结构无较大变化，NBVM 保持稳定。**其他渠道 NBV 同比+34.7%。**

综上，我们预测中国人寿 2023 年的 NBV 同比+5.8%。

表 3：预计中国人寿 2022 年 NBV 同比-16.6%，2023 年同比+5.8%

|                            | 绝对值           |               |               | 同比变动幅度        |               |              |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
|                            | 2021A         | 2022E         | 2023E         | H122          | 2022E         | 2023E        |
| 代理人数量（万人）                  | 82            | 68            | 70            | -35.1%        | -17.1%        | 2.9%         |
| 代理人产能（元/人/月）               | 10,342        | 12,904        | 14,786        | 54.8%         | 24.8%         | 14.6%        |
| 个险新单（百万元）                  | 101,765       | 105,300       | 124,200       | 0.4%          | 3.5%          | 17.9%        |
| 个险 NBVM                    | 41.6%         | 33.0%         | 28.0%         | -             | -8.6pct       | -5.0pct      |
| <b>个险 NBV（百万元）</b>         | <b>42,945</b> | <b>34,749</b> | <b>36,018</b> | <b>-16.5%</b> | <b>-19.1%</b> | <b>3.7%</b>  |
| <b>其他渠道（以银保为主）NBV（百万元）</b> | <b>1,835</b>  | <b>2,592</b>  | <b>3,492</b>  | <b>73.7%</b>  | <b>41.3%</b>  | <b>34.7%</b> |

|           | 绝对值    |        |        | 同比变动幅度 |        |      |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|------|
| NBV (百万元) | 44,780 | 37,341 | 39,510 | -13.8% | -16.6% | 5.8% |

资料来源：公司公告，山西证券研究所

#### 中国太保 2023 年负债端核心假设：

1) **个险渠道**：2022 年太保各渠道中个险渠道表现明显弱于银保等其他渠道，代理人流失较为严重，预计这一状况或将在 2023 年改善，人力规模同比+1.9%。公司于 2022 年开展长航计划，注重代理人专业能力提升，预计 2023 年人均产能同比+18.2%。同时，此前太保个险渠道 NBVM 一直处于较高位置，考虑到市场需求和销售产品结构的变化，预计 2023 年个险渠道 NBVM 同比-6.0pct。**个险渠道 NBV 同比+0.9%。**

2) **银保渠道**：太保于 2020 年开始重拾银保渠道，2022 年银保发展突入快车道，2023 年银保渠道或将仍为太保的增长重点。预计 2023 年银保新单同比+100.9%，NBVM 与 2022 年持平，**银保渠道 NBV 同比+100.9%。**

3) **其他渠道**：主要为团险渠道。预计发展状态与 2022 年基本一致，**NBV 同比+10.0%。**

综上，中国太保 2023 年 NBV 同比+8.1%。

表 4：预计中国太保 2022 年 NBV 同比-33.5%，2023 年同比+8.1%

|                               | 绝对值    |        |        | 同比变动幅度  |         |         |
|-------------------------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
|                               | 2021A  | 2022E  | 2023E  | H122    | 2022E   | 2023E   |
| 代理人数量 (万人)                    | 52.5   | 27     | 27.5   | -51.3%  | -48.6%  | 1.9%    |
| 代理人产能 (元/人/月)                 | 4,866  | 6,887  | 8,144  | 33.3%   | 41.5%   | 18.2%   |
| 个险新单 (百万元)                    | 30,657 | 22,315 | 26,874 | -35.1%  | -27.2%  | 20.4%   |
| 个险 NBVM                       | 42.6%  | 37.0%  | 31.0%  | -       | -5.6pct | -6.0pct |
| <b>个险 NBV (百万元)</b>           | 13074  | 8,256  | 8,331  | -       | -36.8%  | 0.9%    |
| 银保新单 (百万元)                    | 9,398  | 32,006 | 64,301 | 1125.5% | 240.6%  | 100.9%  |
| 银保 NBVM                       | 3.3%   | 2.0%   | 2.0%   | -       | -1.3pct | -0.0pct |
| <b>银保 NBV (百万元)</b>           | 313    | 640    | 1,286  | -       | 104.5%  | 100.9%  |
| <b>其他渠道 (以团险为主) NBV (百万元)</b> | 17,064 | 19,113 | 21,024 | -       | 12.0%   | 10.0%   |
| <b>NBV (百万元)</b>              | 13,412 | 8,925  | 9,649  | -45.3%  | -33.5%  | 8.1%    |

资料来源：公司公告，山西证券研究所

#### 新华保险 2023 年负债端核心假设：

1) **个险渠道**：新华个险渠道在 2022 年呈现代理人大幅流失、人均产能未见明显提升、NBVM 大幅下滑的状况。2023 年，人力降幅或有所收窄，人均产能提升仍不明显，NBVM 受市场需求和销售产品的机构影响仍为下滑趋势。**个险渠道 NBV 同比-7.2%。**

2) 银保渠道：新华于 2019 年开始大力发展银保趸交业务，银保新单在历经 2019 年、2020 年的高速增长后增速逐步下降，预计 2023 年银保新单同比+10.0%。银保渠道销售产品结构或无较大变化，NBVM 与 2022 年基本持平。银保渠道 NBV 同比+1.5%。

综上，新华保险 2023 年 NBV 同比-2.9%，弱于上市同业。

表 5：预计新华保险 2022 年 NBV 同比-44.9%，2023 年同比-2.9%

|               | 绝对值    |        |        | 同比变动幅度 |         |         |
|---------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
|               | 2021A  | 2022E  | 2023E  | H122   | 2022E   | 2023E   |
| 代理人数量（万人）     | 38.9   | 30     | 31     | -27.9% | -22.9%  | 3.3%    |
| 代理人产能（元/人/月）  | 3,959  | 4,107  | 4,240  | 1.3%   | 3.7%    | 3.2%    |
| 个险新单（百万元）     | 18,479 | 14,785 | 15,771 | -27.0% | -20.0%  | 6.7%    |
| 个险 NBVM       | 31.3%  | 23.5%  | 22.0%  | -      | -7.8pct | -1.5pct |
| 个险 NBV（百万元）   | 5,780  | 3,400  | 3,154  | -46.2% | -41.2%  | -7.2%   |
| 银保新单（百万元）     | 25,244 | 27,746 | 30,520 | 10.4%  | 9.9%    | 10.0%   |
| 银保 NBVM       | 2.0%   | 1.3%   | 1.2%   | -      | -0.7pct | -0.1pct |
| 银保 NBV（百万元）   | 497    | 361    | 366    | -20.9% | -27.4%  | 1.5%    |
| 团险渠道 NBV（百万元） | -297   | -290   | -319   |        |         |         |
| NBV（百万元）      | 5,980  | 3,298  | 3,201  | -48.4% | -44.9%  | -2.9%   |

资料来源：公司公告，山西证券研究所

### 3.资产端：关注利率走势、股市表现和涉房资产

展望 2023 年，我们认为上市险企资产端需重点关注三方面：1) 涉房投资；2) 经济复苏预期下的利率走势；3) 股市表现。我们认为这三个因素在 2023 年边际改善的概率较大。涉房投资在房地产行业预期改善下，资产质量担忧有望减轻；经济复苏有望带动长端利率上行，自 2022 年 8 月以来，10 年期国债收益率已上升 20BP 有余；股市当前估值仍处合理偏低区间，在经济复苏预期下也有望上行。因此，我们认为 2023 年上市险企资产端的业绩弹性或将催化股价上行。

#### 3.1 涉房资产：物权投资占比高的业绩弹性或最大，平安最为受益

2022 年，支持房地产的政策密集发布，尤其是 11 月以来关于支持优质房地产融资的政策密集发布，直接催化了房地产板块及与之密切相关的银行、保险板块的反弹行情。回顾 2022 年关于房地产政策，我们认为关键词包括：保交楼、保优质市场主体、预期改善等。

表 6：今年 11 月以来房地产相关重要政策

| 时间                  | 部门/会议/文件                                   | 主要内容                                                                           |
|---------------------|--------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|
| 2022 年<br>11 月 1 日  | 银行间市场交易商协会、房地产协会、中债增公司                     | 召集 21 家民营房企召开座谈会，进一步加大对民营房企发债支持。                                               |
| 2022 年<br>11 月 8 日  | 银行间市场交易商协会                                 | 继续推进并扩大民企债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民企发债融资。预计可支持约 2500 亿元民企债券融资，后续可视情况进一步扩容。 |
| 2022 年<br>11 月 9 日  | 中债增公司发布《关于接收民营企业债券融资支持工具房企增信业务材料的通知》       | 意向民营房地产企业可提出增信需求。                                                              |
| 2022 年<br>11 月 10 日 | 银行间市场交易商协会                                 | 受理龙湖集团 200 亿元储架式注册发行。                                                          |
| 2022 年<br>11 月 14 日 | 央行、银保监会、住建部《关于商业银行出具保函置换预收监管资金有关工作的通知》     | 监管账户资金达到限额以后，房企可通过银行保函提取预售资金，进而改善企业的流动性。                                       |
| 11 月 15 日           | 银行间市场交易商协会                                 | 受理美的置业 150 亿元储架式注册发行。龙湖集团 200 亿元发行完毕。                                          |
| 2022 年<br>11 月 17 日 | 银行间市场交易商协会                                 | 受理新城控股 150 亿元储架式注册发行。                                                          |
| 2022 年<br>11 月 23 日 | 央行、银保监会《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（“十六条”） | 保障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、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。        |



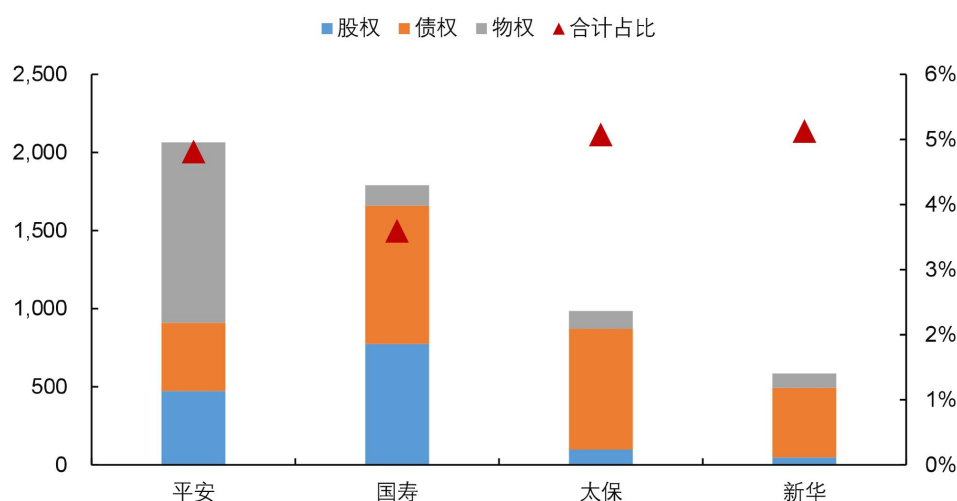
| 时间                  | 部门/会议/文件           | 主要内容                                                                 |
|---------------------|--------------------|----------------------------------------------------------------------|
| 2022 年<br>11 月 28 日 | 证监会新闻发言人答记者问       | 在股权融资方面调整优化 5 项措施，支持房地产市场平稳健康发展。                                     |
| 2023 年<br>1 月 10 日  | 央行、银保监会召开主要银行信贷座谈会 | 实施改善优质房企资产负债表计划，开展“资产激活”、“负债接续”、“权益补充”、“预期提升”四项行动，引导优质房企资产负债表回归安全区间。 |

资料来源：各政府部门、协会网站，山西证券研究所

上市险企中，平安在其 2022 年三季报中披露了不动产投资的详细情况：股权 471.42 亿元、债权 437.27 亿元、物权 1156.28 亿元，合计 2065.07 亿元，占投资资产比重 4.81%。按照平安披露的口径，我们将国寿、太保、新华的涉不动产投资规模及占比进行了测算。规模：国寿 1790.66 亿元、太保 985.70 亿元、新华 584.80 亿元，占比：国寿 3.60%、太保 5.08%、新华 5.13%。

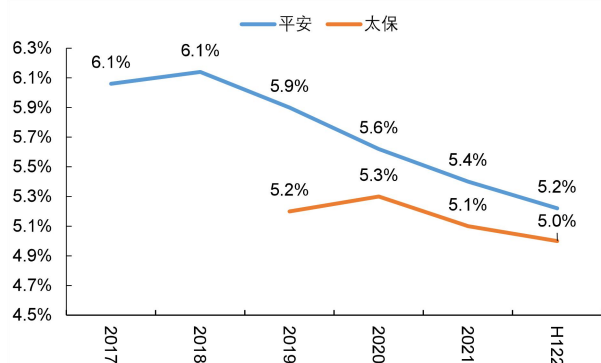
各家险企不动产投资结构差异也较大，平安物权投资占比高，国寿股权和债权投资并重，太保、新华则集中于债权投资。股权、债权、物权投资对险企业绩的影响不同。股权方面，当前房地产支持政策较为积极，但是房地产利润表改善预计仍需时间，股权投资收益主要来源——分红预计在 2023 年增幅不大；债权方面，险企的投资收益率即为房企的融资成本，未来房企融资成本下行的可能性远大于上行。平安和太保披露的不动产非标投资收益率近年来呈现出较为明显的下行趋势，预计 2023 年大概率持续；物权方面，太保披露的投资性房地产投资收益率随经济波动明显，伴随经济复苏、线下商业活动逐渐活跃，投资性房地产出租率、租金收益提高，物权投资有望实现较佳回报。因此，物权投资占比最高的平安业绩弹性较高。

图 21：各险企涉房投资中的股权、债权、物权规模及合计占比



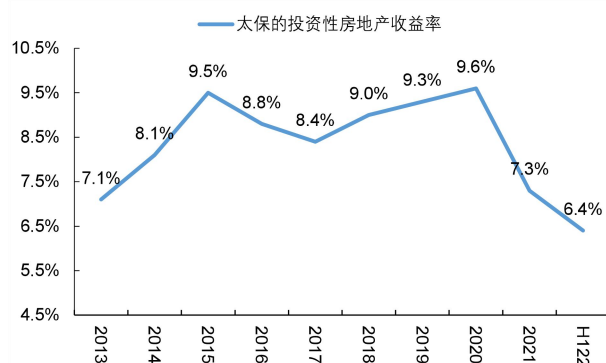
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 22：平安和太保涉不动产非标投资收益率



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 23：太保投资性房地产投资收益率



资料来源：公司公告，山西证券研究所

## 3.2 经济复苏有望带动利率上行，股市当前估值处于合理偏低位置

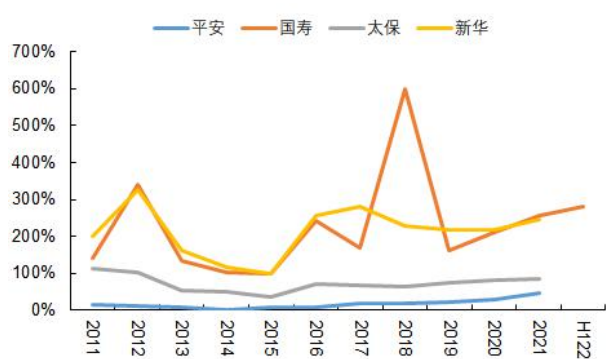
根据 IMF 预测，2023 年中国实际 GDP 增速为 4.44%，2022 年为 3.21%，经济复苏有望带动利率上行。10 年期国债收益率从 2022 年 8 月中旬的 2.58% 升至 1 月 29 日的 2.92%，升幅 24BP。上市险企对利率变化的敏感性差异较大，其中国寿、新华最为敏感，太保次之，平安敏感度最低。

图 24：10 年期国债收益率逐步上行



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 25：评估利率+50BP 时的利润总额变动<sup>2</sup>百分比

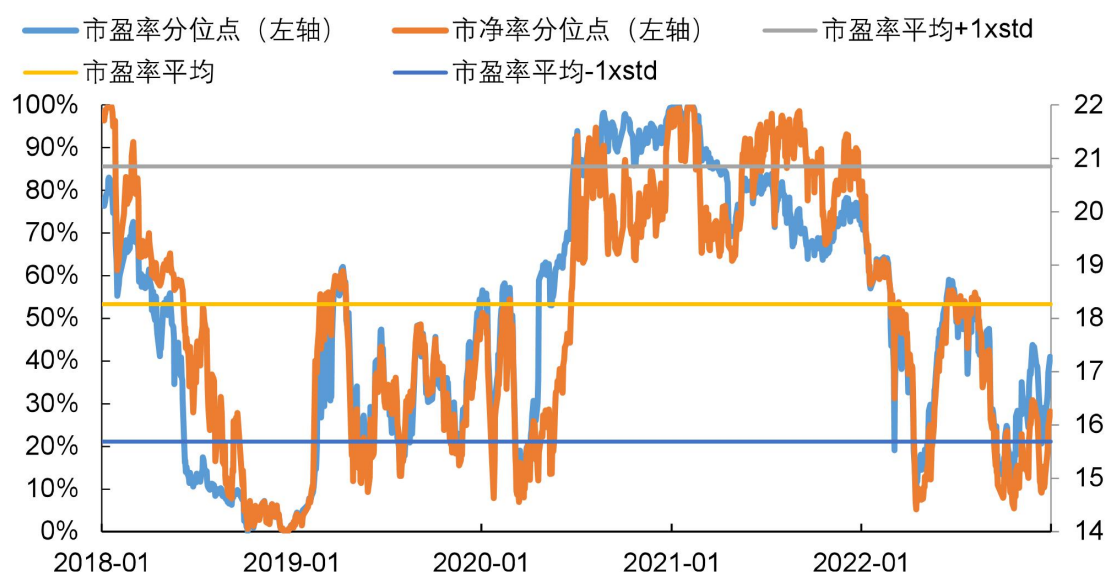


资料来源：公司公告，山西证券研究所

股市方面，沪深 300 当前估值处于近 5 年以来合理估值区间下区间，市盈率属于近 5 年以来 40% 分位、市净率处于近 30% 分位。伴随国内经济复苏，上市公司 ROE 有望实现提升，股市可能呈现出估值、盈利双击的走势。上市险企中，新华和国寿业绩对股市表现最为敏感，太保、平安的敏感度较低。

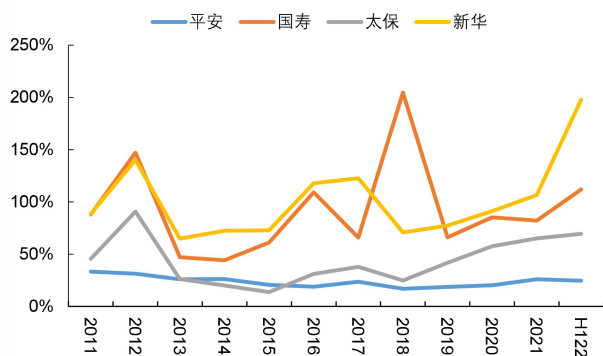
<sup>2</sup> 见各险企年报财务报表附注中的风险管理部分，该部分内容披露了寿险保险合同税前利润对于评估利率等重要精算假设的敏感性分析。

图 26：沪深 300 估值及估值分位变化趋势



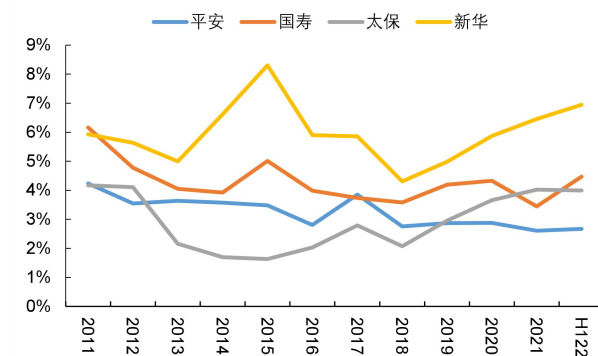
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 27：股基资产价值+10%变动<sup>3</sup>占税前利润比重



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 28：股基资产价值+10%变动占 EV 比重



资料来源：公司公告，山西证券研究所

### 3.3 关注 IFRS 9 和 IFRS 17 的同步实施

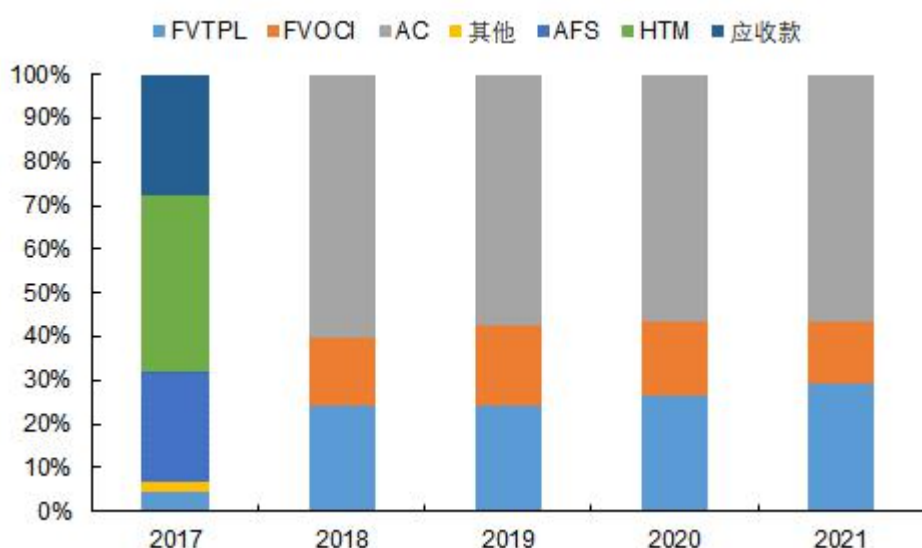
保险业将于 2023 年实施 IFRS 9 和 IFRS 17 会计准则。

IFRS 9 主要涉及金融资产重分类，其主要根据业务模式和现金流特征对金融资产进行分类。实施后最

<sup>3</sup> 计算方式：（当期险企持有的股票资产价值+权益型基金资产价值）\*10%/当期税前利润。占 EV 比重计算方式同理。

大的变化在于，原会计准则下的可供出售金融资产（AFS）将被重分类进入以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产（FVTPL）和以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产（FVOCI），原会计准则下的交易性金融资产被重分类进入 FVTPL，原会计准则下的持有至到期投资（HTM）被重分类进入以摊余成本计量的金融资产（AC）。平安在 2018 年时便已执行 IFRS 9<sup>4</sup>，执行后 FVTPL 占比从 2017 年的 4.6% 升至 2018 年的 24.0%。因为 FVTPL 占比明显提升，预计执行 IFRS 9 后上市险企短期利润波动程度将明显增加。

图 29：平安于 2018 年实施 IFRS 9 之后金融资产结构变化



资料来源：Wind，山西证券研究所

IFRS 17 会计准则下，保险公司利润表列示科目发生较大变化，能够更加清楚地辨别保险公司利润是来自于承保利润还是投资收益。新会计准则下险企利润表的两点主要变化：

1) **收入的确认方式。**IFRS 17 准则下，保险服务收入的确认严格遵循了权责发生制原则，对于保障期限在一年期以上的保险业务收入，要根据其保单期限，在考虑利息增值的情况下逐期确认收入。而在老准则下，保障期限在一年期以上的保险业务收入，当期保费收入全部计入营业收入，未严格遵循权责发生制。在新会计准则下，保险服务收入的数值会显著小于已赚保费，但是这不代表保险业景气度的降低，只是收入的会计确认方式不同。

2) **保险服务业绩和投资业绩分开列示。**保险服务业绩相当于承保利润，是在假设保险合同负债和分出再保险资产均会计息增值的条件下，保险公司因提供当期保险服务而实现的当期利润。投资业绩主要为保

<sup>4</sup> A 股上市险企中仅平安在 2018 年实行 IFRS 9 会计准则，其余各家预计将在 2023 年开始实行 IFRS 9 会计准则。所有上市险企预计将在 2023 年实行 IFRS 17 会计准则。

险公司所有投资收益之和减去承保财务损益，承保财务损益相当于开展保险业务的资金成本。分开列示有助于投资者区分保险公司的真正利源，保险服务业绩较投资业绩更加稳定，保险服务业绩占比较高的险企或可据此获得更高估值。

表 7：新老会计准则下，利润表列示科目对比

| 老会计准则列报科目       | 新会计准则列报科目       |
|-----------------|-----------------|
| 已赚保费            | 保险服务收入          |
| 投资净收益、公允价值变动损益  | 保险服务费用          |
| <b>营业收入</b>     | 分出保费的分摊         |
| 退保金、赔付支出、保单红利   | 摊回保险服务费用        |
| 手续费及佣金支出、管理费用   | <b>保险服务业绩</b>   |
| 摊回赔付、摊回分保费用     | 投资净收益、公允价值变动损益  |
| 提取保险责任准备金       | 承保财务损益          |
| 摊回保险责任准备金       | 分出再保险财务损益       |
| <b>营业支出</b>     | <b>投资业绩</b>     |
| 其他损益、所得税等       | 其他损益、所得税等       |
| <b>净利润</b>      | <b>净利润</b>      |
| 计入其他综合收益的公允价值变动 | 计入其他综合收益的公允价值变动 |
| 计入其他综合收益的负债变动   | 计入其他综合收益的负债变动   |
| <b>综合收益合计</b>   | <b>综合收益合计</b>   |

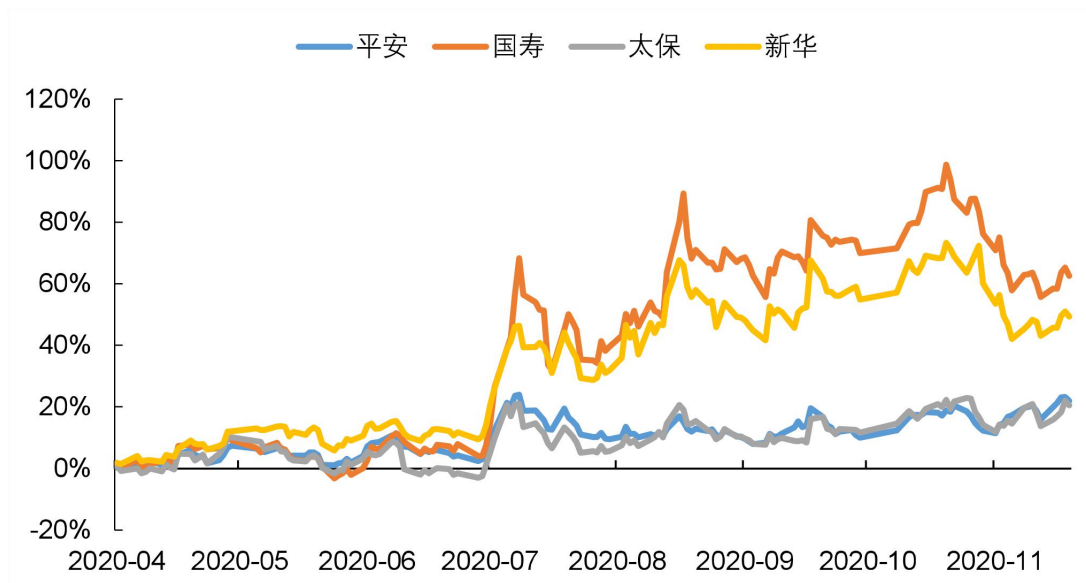
资料来源：保险神谭微信公众号，山西证券研究所



## 4.投资建议

展望 2023 年，我们认为保险股或将呈现负债端虽有改善但仍较弱、利率上行和股市有望上行的情景，这与 2020 年 4 月至 11 月有些类似，彼时保险股呈现出较为明显的贝塔行情，中国人寿股价涨幅领先。与彼时不同的是：1) 当前新华的负债端经营压力较大，明显弱于上市同业；2) 当前各险企负债端是由弱转强逐步改善，而彼时是由强转弱。基于此，我们推荐中国人寿、中国平安和中国太保。

图 30：2020 年 4 月至 2020 年 11 月利率上行期间股价表现



资料来源：Wind，山西证券研究所

## 4.1 中国人寿：负债端优于同业，资产端弹性较足

根据我们此前对 2023 年各上市险企 NBV 的预测，国寿的表现在同业中领先。同时，在利率上行、股市有望上行的情景下，国寿资产端的弹性较充足，在以前年度的类似情景中，国寿的股价涨幅也领先同业。

预计公司 2022-24E 归母净利润 350.97、426.39、494.54 亿元，同比-31.08%、+21.49%、+15.98%。公司 1 月 20 日股价对应 2023E P/EV 0.71x，仍处合理区间。考虑到公司人力队伍稳固程度优于同业、新单增长稳健和资产端弹性较足，重申“买入-B”评级。

图 31：中国人寿调整后 P/EV<sup>5</sup>走势



资料来源：Wind，山西证券研究所。最新数据截至 2023 年 1 月 20 日。

风险提示：负债端改善不及预期，长端利率下行，股市波动加剧等。

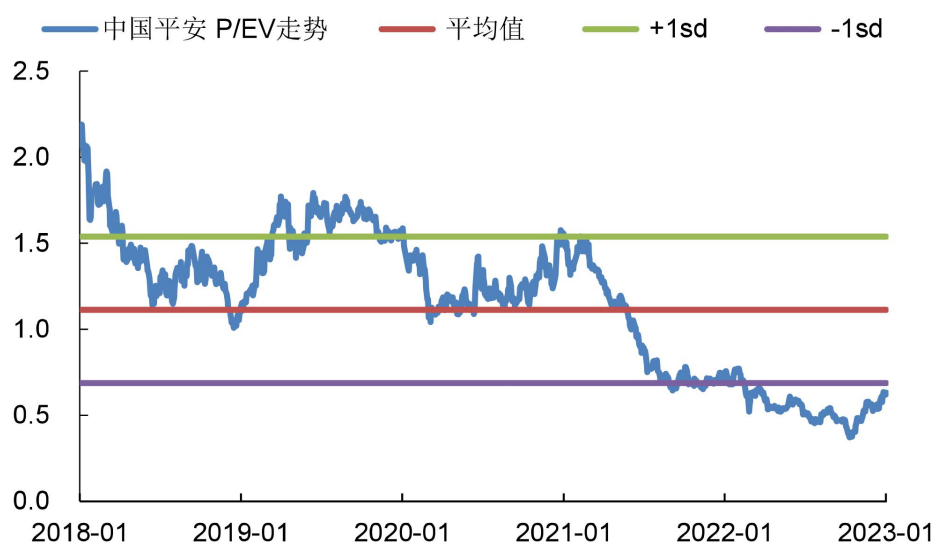
<sup>5</sup> 将计算 EV 时的投资收益率假设由 5.0%降至 4.5%，然后计算调整后 EV，并基于调整后的 EV 计算 P/EV。

## 4.2 中国平安：负债端压力缓解，涉房投资资产质量&收益率改善。

平安当前拥有上市同业中最高的 NBVM，显示平安对价值追求仍在，IFRS 17 执行后公司或可据此进一步提升估值。伴随代理人流失减缓，公司负债端经营有望缓解压力。公司不动产投资规模最大，物权占比最高，房地产预期改善将明显减轻公司估值压制。

预计公司 2022-24E 归母净利润 960.8、1108.6 和 1256.3 亿元，同比-5.45%、+15.39%、+13.32%。公司 1 月 20 日股价对应 2023E P/EV 0.57x，处近 5 年以来相对低位。考虑到公司坚定推进渠道&产品改革，且目前产品结构好转、代理人虽规模流失但质量提升，我们认为公司业绩或将渐入佳境，重申“买入-A”评级。

图 32：中国平安调整后 P/EV<sup>6</sup>走势



资料来源：Wind，山西证券研究所。最新数据截至 2023 年 1 月 20 日。

风险提示：代理人持续大规模流失，房地产行业经营恶化，宏观经济下滑等。

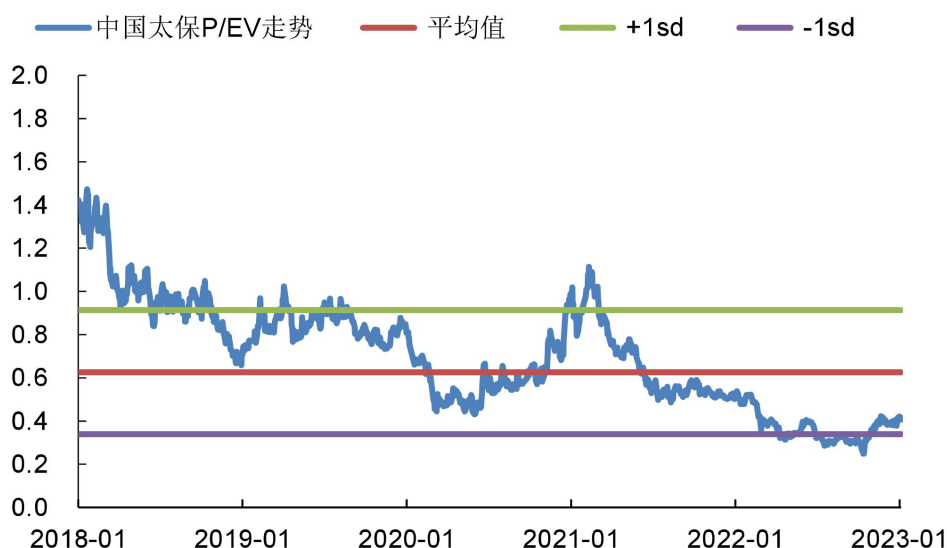
<sup>6</sup> 为中国平安的寿险业务 P/EV 走势。计算方式：（总市值-非寿险净资产\*0.6）/寿险 EV。

### 4.3 中国太保：负债端明显改善

太保实行的是价值银保战略，前三季度在实现新单保费高增的同时，NBVM 还实现了逆势提升（H122 为 10.7%，1-3Q22 为 11.9%）。根据我们的预测，2023 年太保负债端的表现或将在上市同业中领先。

预计公司 2022-24E 归母净利润 246.56、286.43、334.25 亿元，同比-8.12%、+16.17%、+16.70%。公司 1 月 20 日股价对应 2023E P/EV 0.43x，处于近 5 年以来较低位置。考虑到公司新单增速快，对个险&银保渠道改革推进落地执行情况良好，重申“增持-A”评级。

图 33：中国太保调整后 P/EV<sup>7</sup> 走势



资料来源：Wind，山西证券研究所。最新数据截至 2023 年 1 月 20 日。

风险提示：银保发展不及预期，新业务价值率过快下降等。

<sup>7</sup> 为中国太保的寿险业务 P/EV 走势。计算方式：（总市值-非寿险净资产\*0.6）/寿险 EV。

## 风险提示

- 1、**涉房投资业务资产质量恶化。**当前房地产行业经营改善仍存一定风险，如若房地产经营持续恶化，险企投资端将受到较大负面影响。
- 2、**宏观经济复苏不及预期。**保险资产端收益率与宏观经济关系密切，宏观经济复苏不及预期时，或使得投资收益率降低。此外，宏观经济不及预期还会影响居民收入，从而在需求端影响保险销售。
- 3、**股市波动加剧。**保险股贝塔属性较强，股市波动加剧将对保险股股价产生较大影响。
- 4、**负债端经营改善不及预期。**包括代理人流失超预期、产能提升不及预期，或银保渠道发展不及预期等。



**分析师承诺：**

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**投资评级的说明：**

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

**评级体系：****——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

**——行业评级**

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

**——风险评级**

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

## 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

## 山西证券研究所：

### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话：010-83496336

