

保险 II

2023 年 02 月 01 日

展业能力短期压制或解除，疫情对险企赔付影响可控

——疫情对险企业经营影响分析报告

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

吕晨雨（分析师）

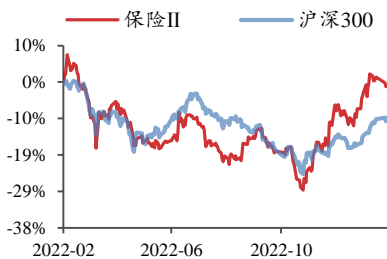
gaochao1@kysec.cn

lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790522090002

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《12 月寿险保费受疫情影响承压，看好保险年度机会——上市保险公司 12 月保费收入点评》-2023.1.17

《疫情拖累或于节后全面改善，看好保险板块年度机会——2023 年上市险企一季度业务前瞻》-2023.1.8

《短期关注疫情对开门红拖累，不改长期资产负债稳趋势——上市保险公司 11 月保费收入数据点评》-2022.12.15

● 第一波感染高峰短期拖累开门红业务，预计春节后将迎来全面修复

2022 年 12 月 7 日，国务院联防联控机制综合组发布“新十条”，对疫情防控政策做出优化，各地逐步取消常态化核酸、取消健康码、场所码等查验。防疫政策优化主要对保险行业负债端造成展业端及赔付端两类影响。展业端看，我们预计 2000-3000 万人口城市需 23-29 天从新冠病毒第一波感染冲击中恢复生机。目前看，2023 年 1 月 13 日全国 26 主要城市地铁客运量为 5467 万人次，已较 2022 年 12 月明显恢复，规模接近 2022 年 10 月末水平，预计负债端代理人展业能力已明显恢复，疫情短期压制高峰或已度过，展业端有望于春节后迎来全国性恢复。

● **赔付端短期影响：通过赔付支出施压利润表现，内含价值或具有一定安全垫**
短期通过赔付支出影响利润以及通过营运经验差异影响内含价值，具体数值看，上市险企赔付支出占比营业支出比例区间为 14.5%至 29.4%（2022H1），若新冠病毒仅影响当年死亡率及发病率，我们通过假设赔付支出全面上升 10%（实际或明显小于该值）进行测算，将使保险公司营业成本提升 1.4%至 2.9%，对险企利润存在一定压力，但考虑到死伤医疗给付与赔款支出占比赔付支出约 50%，且长期责任准备金变动幅度较低，若赔付成本提升 3%，上市险企营业利润受拖累幅度约为 5.0%至 14.4%区间。同时，2016 年-2022 年中期，上市险企多数时期营运经验偏差为险企内含价值增量带来正向贡献，多数时期仍留有安全垫，但若新冠病毒导致死亡率及发病率上升，营运经验偏差或将承压。

● 赔付端长期影响：EV 及责任准备金变动幅度有限，长期影响相对可控

若死亡率以及发病率受到新冠病毒影响出现长期上升，险企或根据实际经验进行假设调整，带来 EV 变动。若假设死亡率及发病率均上升 10%，上市险企 EV 将减少 1.0%-2.2%，上市险企寿险部分 EV 将减少 1.0%-2.8%，影响幅度相对较小。假设上调将导致险企未来赔付责任增加，从而增加寿险及长期健康险责任准备金，增提规模占比寿险及长期健康险责任准备金分别为：中国人寿 1.2%、中国平安 3.0%、中国太保 1.6%、新华保险 1.0%，占比均低于 3%，相对较低。

● 疫情对负债端展业能力短期拖累或已修复，春节后有望实现负债端边际改善

考虑到疫情对于单个城市影响或处于 23-29 天以及主要城市地铁客运量已明显修复，疫情对于负债端展业能力短期压制或已解除，但由于春节假期与“城市阳康”节点相对接近，预计春节后负债端展业能力将完全恢复，叠加低基数（2022 年春节假期在 2 月），2 月新单同比增速有望明显改善，预计 2023Q1 上市险企 NBV 同比增速有望转正。中长期维度看，宏观经济企稳上行、地产风险改善将持续利好保险股资产端；同时，寿险负债端有望底部复苏，理财型产品需求提升、代理人降幅收窄、寿险转型见效和后疫情时代居民保险意识和能力提升均有望构成 2023 年保险复苏的驱动力。保险资产负债两端改善有望贯穿全年，板块估值仍有空间。首推估值空间仍较大且 NBV 预期边际改善明显的中国平安和中国太保，推荐中国人寿，受益标的新华保险，H 股推荐友邦保险及中国财险。

● **风险提示：**新冠病毒流行超预期反复；居民收入预期超预期下降。

目 录

1、 疫情短期拖累险企开门红业务，长期影响相对可控.....	3
1.1、 第一波感染高峰短期拖累开门红业务，预计春节后将迎来全面修复.....	3
1.2、 新冠病毒或施压险企赔付端，长期影响相对可控.....	4
1.2.1、 短期影响：通过赔付支出施压利润表现，内含价值或具有一定安全垫.....	5
1.2.2、 长期影响：EV 及责任准备金变动幅度有限，长期影响相对可控.....	7
2、 投资结论.....	9
3、 风险提示.....	10

图表目录

图 1： 北京、上海、深圳地铁客运量较 2022 年 12 月下旬明显回升.....	4
图 2： 上市险企赔付支出占比营业支出约 9%至 30%.....	5
图 3： 赔付支出提升 10%将提升险企营业支出约 0.9%至 3%.....	6
图 4： 多数时期上市险企营运经验偏差为 EV 增量带来正向贡献.....	7
图 5： “住院”百度搜索指数自 2022 年 11 月末起略有上升.....	7
表 1： 我国防疫政策不断优化.....	3
表 2： 简单假设下 2000-3000 万人口城市需 29 天恢复生机.....	3
表 3： 新冠病毒或对险企赔付端造成一定压力.....	5
表 4： 死伤医疗给付及赔款支出占比赔付支出在 30%-55%区间.....	6
表 5： 赔付成本提升 10%对险企利润拖累较大，赔付成本提升 3%或为中性假设.....	6
表 6： 死亡率及发病率上升 10%对上市险企 EV 影响区间为-1.0%至-2.2%.....	8
表 7： 死亡率及发病率上升 10%对上市险企寿险 EV 影响区间为-1.0%至-2.8%.....	8
表 8： 死亡率及发病率上升将拖累上市险企 EV.....	8
表 9： 死亡率及发病率上升 10%对上市险企 NBV 影响区间为-5.6%至-20.6%.....	8
表 10： 死亡率及发病率上升将拖累上市险企 NBV.....	8
表 11： 上市险企死亡率及发病率假设上调将促使其增提保险责任准备金.....	9
表 12： 上市险企死亡率及发病率假设上调 10%，增量占比寿险及长期健康险责任准备金低于 3%.....	9
表 13： 受益标的估值表-寿险.....	10
表 14： 受益标的估值表-财险.....	10

1、疫情短期拖累险企开门红业务，长期影响相对可控

1.1、第一波感染高峰短期拖累开门红业务，预计春节后将迎来全面修复

防疫政策优化对保险行业负债端影响可分为两类：展业与赔付，短期或对展业影响更大。2022年12月7日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》（“新十条”），对疫情防控政策做出优化，2022年12月13日国务院副总理孙春兰强调，要把工作重心从防控感染转移到医疗救治上来，工作目标是保健康、防重症。各地逐步取消常态化核酸、取消健康码、场所码等查验。防疫政策优化主要对保险行业负债端造成两类影响：（1）展业端：人员感染新冠病毒后日常生活及工作无法正常顺利进行或开展；（2）赔付端：大面积感染新冠病毒带来的超额死亡及发病率施压险企赔付支出以及部分保险产品涉及新冠责任赔付。短期看，防疫政策优化对于展业端影响或更加明显。

表1：我国防疫政策不断优化

时间	机构/领导	政策/活动内容
2022年12月7日	国务院联防联控机制综合组	关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知
2022年12月13日	国务院副总理孙春兰	坚持人民生命至上、人民利益至上，实施好“二十条”和“新十条”，加强统筹、转变观念，把工作重心从防控感染转到医疗救治上来，工作目标是保健康、防重症，确保防控措施调整转段平稳有序，高效统筹疫情防控和社会经济发展
2022年12月14日	国家卫健委	从2022年12月14日起不再公布无症状感染者数据
2022年12月25日	国家卫健委	从即日起不再发布每日疫情信息，将由中国疾控中心发布相关疫情信息，供参考和研究使用
2022年12月26日	国务院联防联控机制综合组	2023年1月8日起，对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”。依据传染病防治法，对新冠病毒感染者不再实行隔离措施，不再判定密切接触者；不再划定高低风险区；检测策略调整为“愿检尽检”

资料来源：国家卫健委、新华社、开源证券研究所

疫情短期压制负债端展业能力高峰或已度过，多地客运量已明显恢复。根据我们测算，2000-3000万人口城市预计需23-29天从新冠病毒第一波感染冲击中恢复生机。目前看，2023年1月13日全国26主要城市地铁客运量为5467万人次，已较2022年12月明显恢复，规模接近2022年10月末水平，预计负债端代理人展业能力已明显恢复，疫情短期压制高峰或已度过。

表2：简单假设下2000-3000万人口城市需29天恢复生机

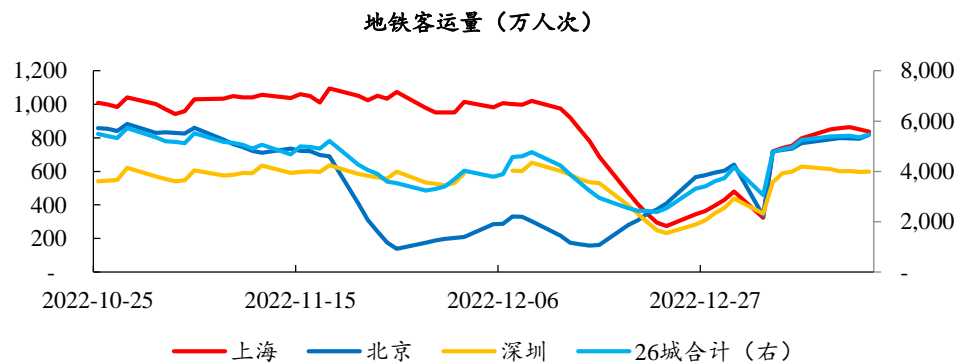
传染代数						
城市人口（万人）/有效传染数	5	10	15	20	25	30
100	9	6	6	5	5	5
300	10	7	6	5	5	5
500	10	7	6	6	5	5
1000	11	7	6	6	6	5
1500	11	8	7	6	6	5
2000	11	8	7	6	6	5
3000	11	8	7	6	6	6
全城感染并阳康所需天数	5	10	15	20	25	30

城市人口(万人)/有效传染数 (感染2天即可传染一代)	5	10	15	20	25	30
100	25	19	19	17	17	17
300	27	21	19	17	17	17
500	27	21	19	19	17	17
1000	29	21	19	19	19	17
1500	29	23	21	19	19	17
2000	29	23	21	19	19	17
3000	29	23	21	19	19	19

数据来源：开源证券研究所

注：代数/天数已向上取整；假设感染2天即可进行传播并完成有效传染数传播。

图1：北京、上海、深圳地铁客运量较2022年12月下旬明显回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

“第一波冲击”有望于春节后迎来全国性恢复，后续仍需关注变异株影响。防疫政策优化后，部分地区已从第一次感染高峰中有所恢复，我们预计春节后或迎来负债端展业能力全国性恢复。但是，由于新冠病毒不断变异，世卫组织2023年1月4日表示已在29个国家和地区检测到XBB系列变异株XBB.1.5，其具有较强的免疫逃逸能力，后续仍需关注新冠病毒变异株影响。

1.2、新冠病毒或施压险企赔付端，长期影响相对可控

部分保险产品涉及新冠病毒相关责任，死亡率及发病率上升或施压险企赔付端。新产品看，保险公司针对新冠病毒开发新冠保险，主要覆盖身故责任以及确诊/住院/隔离津贴，防疫政策优化后短期内赔付支出或有所增加，但由于风险本质发生变化或破坏精算假设基础，多数产品已下架，长期影响相对较小。同时，部分险企扩展重疾保险产品责任（特定期限、特定产品），医疗险承担的医疗费用报销责任或于近期有所增加，长期看，若新冠病毒对个人健康造成长期损害，或迫使死亡率及发病率提升，倒逼健康险赔付增加。寿险方面看，新冠病毒感染将导致赔付支出上升。此外，年金保险或由于被保险人死亡率上升而减少年金给付支出。

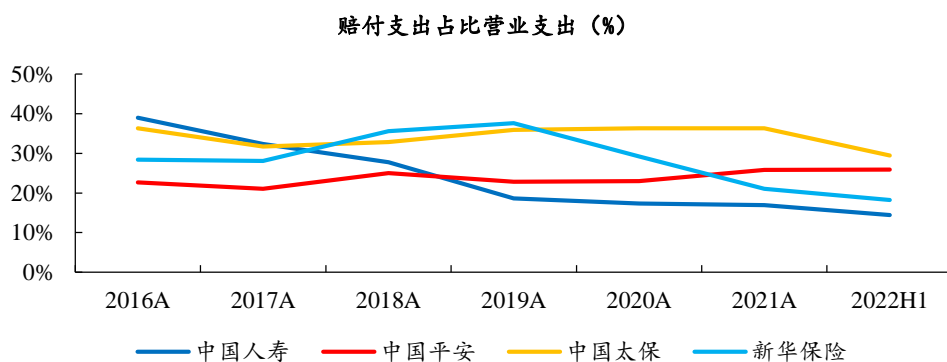
表3：新冠病毒或对险企赔付端造成一定压力

险种	涉及责任	短期影响	长期影响	综合影响
新冠保险	身故责任； 确诊/住院/隔离津贴	赔付支出增加	短期险，长期影响较小	赔付支出上升
重疾险	扩展重疾责任	扩展责任赔付支出增加	发病率概率上升增加赔付支出	赔付支出上升
医疗险	医疗费用报销责任	医疗费用赔付支出增加	新冠医疗费用及发病率上升增加赔付支出 (部分产品除外甲类、乙类传染病责任)	赔付支出上升
意外险	扩展身故责任； 确诊/住院/隔离津贴	赔付支出增加	短期险，长期影响较小	赔付支出上升
寿险	身故责任		赔付支出增加	赔付支出上升
年金险	身故责任；年金给付责任		身故赔付支出增加，年金给付减少	赔付支出下降

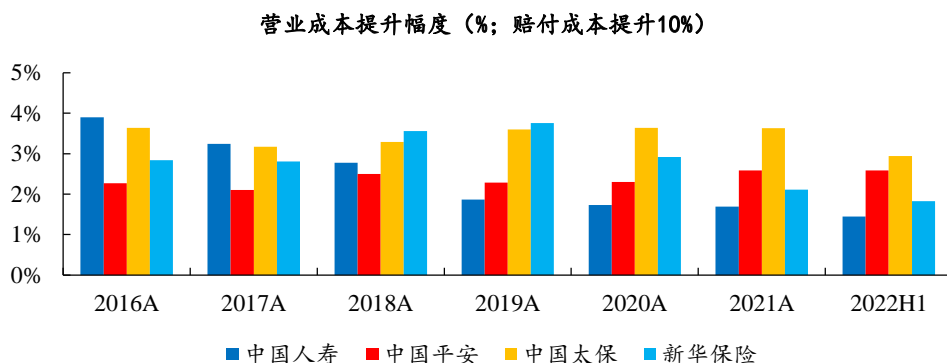
资料来源：开源证券研究所

1.2.1、短期影响：通过赔付支出施压利润表现，内含价值或具有一定安全垫

短期通过赔付支出影响利润以及通过营运经验差异影响内含价值。险企保险合同成本主要包括已发生的手续费或佣金支出、赔付成本、保单红利支出以及提取的各项保险合同准备金，其中赔付成本（当期）以及提取保险合同准备金（长期）与赔付有关，保单红利支出主要为分红保险产品按合同约定以及险企实际经营结果支付给保单持有人的红利。进一步拆分看当期影响，险企赔付支出可进一步分为：（1）赔款支出；（2）年金给付；（3）满期及生存给付；（4）死伤医疗给付。死亡率及发病率上升将影响当期赔付支出，进而影响险企利润情况。具体数值看，上市险企赔付支出占比营业支出比例区间为 14.5%至 29.4%（2022H1），若新冠病毒仅影响当年死亡率及发病率，我们通过假设赔付支出全面上升 10%（实际或明显小于该值）进行测算，将使保险公司营业成本提升 1.4%至 2.9%，对险企利润存在一定压力。

图2：上市险企赔付支出占比营业支出约 14%至 30%


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图3：赔付支出提升10%将提升险企营业支出约1.4%至3%


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

赔款支出及死伤医疗给付占比赔付支出接近50%，赔付支出短期拖累利润概率较低。赔付支出拆分看，2022H1上市险企死伤医疗给付与赔款支出合计占比赔付支出在29.4%-54.6%区间，考虑到死亡率、发病率对年金给付、满期及生存给付影响或低于赔款支出与死伤医疗给付，死亡率及发病率提升带动赔付支出成本幅度或较低，同时，死亡率及发病率上升10%，责任准备金变动低于3%（详见下章节分析），短期赔付支出幅度或与其接近，若赔付成本提升3%，对上市险企营业利润拖累区间在5.0%至14.4%区间。

表4：死伤医疗给付及赔款支出占比赔付支出约在30%-55%区间

赔付支出：2022H1；百万元	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险
赔款支出	23,249	10,355	5,383	1,338
年金给付		4,272	7,572	5,105
满期及生存给付	38,366	19,349	5,089	10,372
死伤医疗给付	11,199	18,090	6,411	5,118
合计	72,814	52,066	24,455	21,933
死伤医疗给付及赔款支出占比	47.3%	54.6%	48.2%	29.4%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

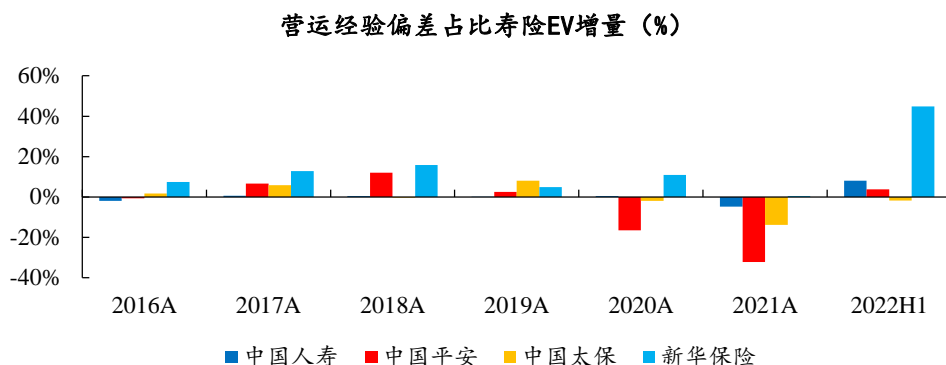
表5：赔付成本提升10%对险企利润拖累较大，赔付成本提升3%或为中性假设

营业利润敏感性：赔付成本增加幅度	1%	2%	3%	5%	7%	10%
中国人寿	-2.4%	-5.3%	-8.2%	-14.0%	-19.9%	-28.6%
中国平安	-1.4%	-3.2%	-5.0%	-8.5%	-12.1%	-17.4%
中国太保	-4.7%	-9.5%	-14.4%	-24.0%	-33.7%	-48.2%
新华保险	-4.5%	-9.3%	-14.2%	-23.8%	-33.5%	-47.9%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

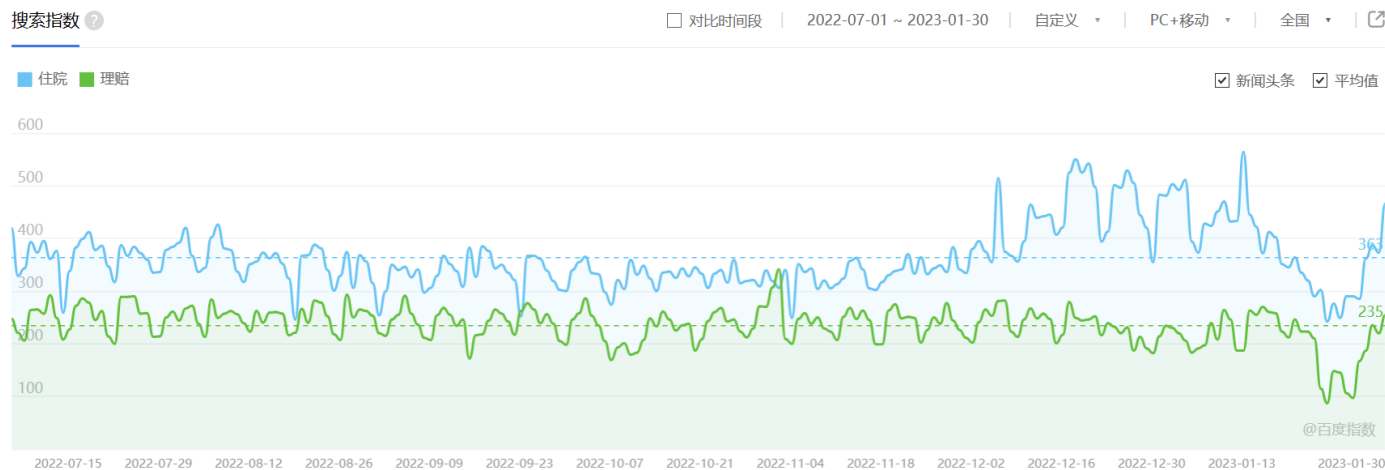
注：上表数据计算基数为2022H1数据。

营运偏差主要受单年度实际经营结果偏离精算假设影响，多数时期留有安全垫。2016年-2022年中期，上市险企多数时期营运经验偏差为险企内含价值增量带来正向贡献，2020年及2021年主要受疫情影响保单继续率以及投资风险暴露导致营运经验偏差拖累EV增长，多数时期仍留有安全垫，但若新冠病毒导致死亡率及发病率上升，营运经验偏差或将承压。

图4：多数时期上市险企运营经验偏差为EV增量带来正向贡献


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

新冠病毒对险企赔付端影响或有时滞，后续仍需保持关注。考虑到新冠病毒感染者中轻型患者多数靠自身免疫力恢复健康，中型、重型以及危重型感染者或赴医院进行住院治疗，自2022年11月末起百度搜索指数“住院”有所上升，“理赔”暂未出现明显提升，预计险企短期内面临赔付数量未明显上升，考虑到自患者不幸感染至出险及理赔或存在时滞，险企赔付端或面临滞后压力，后续仍需关注险企赔付端压力情况。

图5：“住院”百度搜索指数自2022年11月末起略有上升


资料来源：百度指数

1.2.2、长期影响：EV及责任准备金变动幅度有限，长期影响相对可控

死亡率及发病率上升10%对上市险企EV影响区间为-1.0%至-2.2%。若死亡率以及发病率受到新冠病毒影响出现长期上升，险企或根据实际经验进行假设调整，带来EV变动。我们根据敏感性分析进行新冠病毒长期影响测算，若新冠病毒流行导致死亡率及发病率永久上升，险企需调整其精算假设，若假设死亡率及发病率均上升10%，上市险企EV将减少1.0%-2.2%，上市险企寿险部分EV将减少1.0%-2.8%，影响幅度相对较小。

表6：死亡率及发病率上升 10%对上市险企 EV 影响区间为-1.0%至-2.2%

死亡率及发病率上升对集团 EV 影响	1%	2%	3%	5%	10%
中国人寿	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.5%	-1.0%
中国平安	-0.2%	-0.3%	-0.5%	-0.9%	-1.7%
中国太保	-0.2%	-0.3%	-0.5%	-0.8%	-1.6%
新华保险	-0.2%	-0.4%	-0.7%	-1.1%	-2.2%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表7：死亡率及发病率上升 10%对上市险企寿险 EV 影响区间为-1.0%至-2.8%

死亡率及发病率上升对寿险 EV 影响	1%	2%	3%	5%	10%
中国人寿	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.5%	-1.0%
中国平安	-0.3%	-0.6%	-0.8%	-1.4%	-2.8%
中国太保	-0.2%	-0.4%	-0.7%	-1.1%	-2.2%
新华保险	-0.2%	-0.4%	-0.7%	-1.1%	-2.2%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表8：死亡率及发病率上升将拖累上市险企 EV

死亡率及发病率上升影响 EV 绝对值 (亿元)	1%	2%	3%	5%	10%
中国人寿	-11.99	-23.99	-35.98	-59.97	-119.94
中国平安	-25.17	-50.35	-75.52	-125.87	-251.73
中国太保	-8.16	-16.32	-24.48	-40.80	-81.60
新华保险	-5.82	-11.65	-17.47	-29.12	-58.24

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表9：死亡率及发病率上升 10%对上市险企 NBV 影响区间为-5.6%至-20.6%

死亡率及发病率上升对 NBV 影响 (2022H1)	1%	2%	3%	5%	10%
中国人寿	-0.6%	-1.1%	-1.7%	-2.8%	-5.6%
中国平安	-1.1%	-2.1%	-3.2%	-5.3%	-10.5%
中国太保	-0.6%	-1.1%	-1.7%	-2.8%	-5.6%
新华保险	-2.1%	-4.1%	-6.2%	-10.3%	-20.6%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表10：死亡率及发病率上升将拖累上市险企 NBV

死亡率及发病率上升影响 NBV 绝对值 (2022H1; 亿元)	1%	2%	3%	5%	10%
中国人寿	-1.43	-2.87	-4.30	-7.17	-14.33
中国平安	-3.16	-6.32	-9.49	-15.81	-31.62
中国太保	-0.31	-0.63	-0.94	-1.57	-3.13
新华保险	-0.44	-0.87	-1.31	-2.18	-4.35

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

寿险及长期健康险责任准备金增提幅度相对较小。若死亡率及发病率长期上升，并使得上市险企精算假设死亡率及发病率上调 10%，将导致险企未来赔付责任增加，从而增加其寿险及长期健康险责任准备金。具体来看，各险企将增提：中国人寿 433

亿元（2022H1）、中国平安 662 亿元（2021A）、中国太保 220 亿元（2022H1）、新华保险 85 亿元（2021A），若一次性增提将使得当期利润明显承压，但从增提规模寿险及长期健康险责任准备金总规模看：中国人寿 1.2%、中国平安 3.0%、中国太保 1.6%、新华保险 1.0%，占比均低于 3%，相对较低。同时，若险企计划调整假设，或采取分步调整方式以降低对当期利润的明显影响。

表11：上市险企死亡率及发病率假设上调将促使其增提保险责任准备金

责任准备金 变动（百万元）	死亡率、发病率 假设提升 10%	死亡率、发病率 假设降低 10%	寿险责任 准备金	长期健康险 责任准备金	准备金合计	数据年度
中国人寿	43,314	-40,670	3,488,487	215,975	3,704,462	2022H1
中国平安	66,207	-	1,932,383	251,405	2,183,788	2021A
中国太保	22,016	-22,540	1,217,436	143,512	1,360,948	2022H1
新华保险	8,506	9,544	707,345	152,581	859,926	2021A

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表12：上市险企死亡率及发病率假设上调 10%，增量占比寿险及长期健康险责任准备金低于 3%

责任准备金 变动幅度	死亡率、发病率 假设上升 10%	寿险及长期健康险 责任准备金	增幅占比
中国人寿	43,314	3,704,462	1.2%
中国平安	66,207	2,183,788	3.0%
中国太保	22,016	1,360,948	1.6%
新华保险	8,506	859,926	1.0%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

第一波感染高峰或已度过，持续关注通报数据以判断疫情影响。2023 年 1 月 14 日，国家卫健委通报全国发热门诊的诊疗量在 2022 年 12 月 23 日达到高峰的 286.7 万人次，1 月 12 日回落至 47.7 万人次，较峰值明显下降，门诊患者中新冠阳性检出率自 12 月 19 日的 5.7% 降至 1 月 12 日的 0.9%。同时，2022 年 12 月 8 日至 2023 年 1 月 12 日，全国医疗机构累计发生在院新冠病毒感染相关死亡病例 59938 例，其中新冠病毒感染导致呼吸功能衰竭死亡病例 5503 例，基础疾病合并新冠病毒感染死亡病例 54435 例。死亡病例平均年龄 80.3 岁，65 岁及以上约占 90.1%，其中 80 岁及以上约占 56.5%。

2、投资结论

疫情对负债端展业能力短期拖累或已修复，春节后有望实现负债端边际改善。短期疫情冲击或压制代理人线下展业能力及客户面访意愿，一定程度上拖累 2023 年开门红数据。考虑到疫情对于单个城市影响或处于 23-29 天以及主要城市地铁客流量已明显修复，疫情对于负债端展业能力短期压制或已解除，但由于春节假期与“城市阳康”节点相对接近，预计春节后负债端展业能力将完全恢复，叠加低基数(2022 年春节假期在 2 月)，2 月新单同比增速有望明显改善，预计 2023Q1 上市险企 NBV 同比增速有望转正。考虑到上市险企启动时间以及产品策略，我们预计上市险企开门红业务进展情况或为：新华保险>中国人寿>中国平安>中国太保。

中长期维度看，宏观经济企稳上行、地产风险改善将持续利好保险股资产端；同时，

寿险负债端有望底部复苏，理财型产品需求提升、代理人降幅收窄、寿险转型见效和后疫情时代居民保险意识和能力提升均有望构成 2023 年保险复苏的驱动力。保险资产负债两端改善有望贯穿全年，板块估值仍有空间。首推估值空间仍较大且 NBV 预期边际改善明显的中国平安和中国太保，推荐中国人寿，受益标的新华保险，H 股推荐友邦保险及中国财险。

表13：受益标的估值表-寿险

当前股价及评级表			EVPS				PEV			BVPS		PB		评级
证券代码	证券简称	2023/2/1	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2021A	2022E		
601628.SH	中国人寿	33.94	42.56	45.98	49.76	0.80	0.74	0.68	16.93	17.57	2.00	1.93	买入	
601318.SH	中国平安	51.35	76.34	84.91	93.88	0.67	0.60	0.55	44.44	48.97	1.16	1.05	买入	
601601.SH	中国太保	25.99	51.80	55.73	60.31	0.50	0.47	0.43	23.57	24.03	1.10	1.08	买入	
1299.HK	友邦保险	88.55	47.37	49.95	54.12	1.87	1.77	1.64	39.25	32.16	2.26	2.75	增持	
601336.SH	新华保险	31.19	82.97	90.58	98.78	0.38	0.34	0.32	34.79	36.44	0.90	0.86	未评级	

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：友邦保险数据单位为港元，换算汇率为 1 美元兑换 7.85 港元（与最新报告期报告换算汇率一致）；新华保险数据来自于 Wind 一致预期。

表14：受益标的估值表-财险

当前股价及评级表			EPS				PE			BPS		PB		评级
证券代码	证券简称	2023/2/1	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2021A	2022E		
2328.HK	中国财险	7.42	1.23	1.76	1.94	6.04	4.22	3.82	11.16	11.68	0.67	0.64	买入	

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上表数据单位为港元。

3、风险提示

新冠病毒流行超预期反复；居民收入预期超预期下降。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn