信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

保险投资逻辑有望逐渐从估值修复转向资负共振

证券研究报告

行业研究

专题研究报告

保险

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：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

保险投资逻辑有望逐渐从估值修复转向资负共振

2023 年 2 月 3 日

摘要：

- **本轮保险行情总结：资产端修复带来的超跌反弹**。1）**房地产利好政策助力险企投资敞口风险化解**：房地产行业风险逐步释放，推动地产及金融板块估值企稳，缓解市场对保险公司资产质量的担忧，保险板块迎来估值修复；2）**长端利率回升，权益市场共振推动板块估值上行**：2022 年 11 月以来，十年期国债收益率触底回升，从低点 2.64%水平逐渐上行至高点 2.9%左右水平；国内经济企稳预期的不断增强，近 3 个月以来长端利率和权益市场表现的持续上行共振带动保险板块表现 3）**板块估值处于历史低位，同时 3Q22 以来负债端亮点逐渐显现**：2022 年前三季度板块估值整体承压下行，PEV 估值处于历史低位；主要上市险企 3Q22 新业务价值降幅有所收窄，其中太保 3Q22 率先实现单季 NBV 同比转正；4）**外资持续流入，加仓保险板块明显**：当前外资平安、太保和新华的沪深港股通持股比例均处历史高位。
- **复盘过去三轮板块行情，重视资负两端共振带来的估值提升**。我们通过复盘 2015 年以来保险板块估值提振的三大代表性区间，可以看到保险负债端和投资端的复苏或拐点出现是行情主要推动力。1）201704-201711：资负共振带动板块估值上行；2）201901-201909：从负债端到投资端的预期改善；3）202003-202012：大盘蓝筹带动下的β行情。整体看，2020 年以前主要是负债端与投资端的“**资负共振**”，2020 年以来在负债端基本面整体趋弱的背景下主要是“**资产端修复**”逻辑带来的结构性表现机会。通过复盘可以发现，相对弱势行情中主要靠投资端驱动，主要关注因素包括权益市场表现、长端利率中枢和险资投资组合资产质量等。
- **展望：有望逐渐由估值修复转向基本面改善**。保险板块自 2022 年 Q4 起的上涨，我们认为更多来自于估值低位修复。从 2022 年 10 月以来，市场存在美国经济衰退、加息减缓、中国复苏的预期，因此保险板块受益于流动性改善和长端利率上行出现估值修复。展望后续，我们认为板块表现有望逐渐从“**估值修复**”逻辑转向“**基本面改善**”，主要上市险企滚动PEV估值仍处低位，当前国寿，平安，太保，新华的滚动 PEV 估值分别为 0.54X，0.51X，0.37X 和 0.27X（A 股，以 2023 年 1 月 30 日收盘价计）。我们建议关注“长航行动”效果凸显，负债端表现有望领先的**中国太保**、有望更加受益房地产改善和庞大优质的代理人队伍的**中国平安**和负债端表现稳扎稳打的**中国人寿**。
- 风险因素：宏观经济下行，险企改革不及预期，居民财富增长不及预期，长端利率持续下行，金融监管政策收紧，人民币汇率大幅波动

目 录

一、本轮保险行情总结：始于房地产托底下的估值修复 4
1.1 房地产利好政策助力险企投资敞口风险化解 5
1.2 长端利率回升，权益市场上行共振推动板块表现 6
1.3 估值处于历史低位的同时，负债端亮点逐步显现 6
1.4 外资持续流入，加仓保险板块明显 7
二、复盘历史，资负共振带来超额收益 9
2.1 201704-201711：资负共振带动板块估值上行 9
2.2 201901-201909：从负债端到投资端的预期改善 11
2.3 202003-202012：大盘蓝筹带动下的β行情 12
三、展望：有望逐渐由估值修复转向基本面改善 13
四、风险因素 15

表 目 录

表 1：房地产支持政策梳理 6

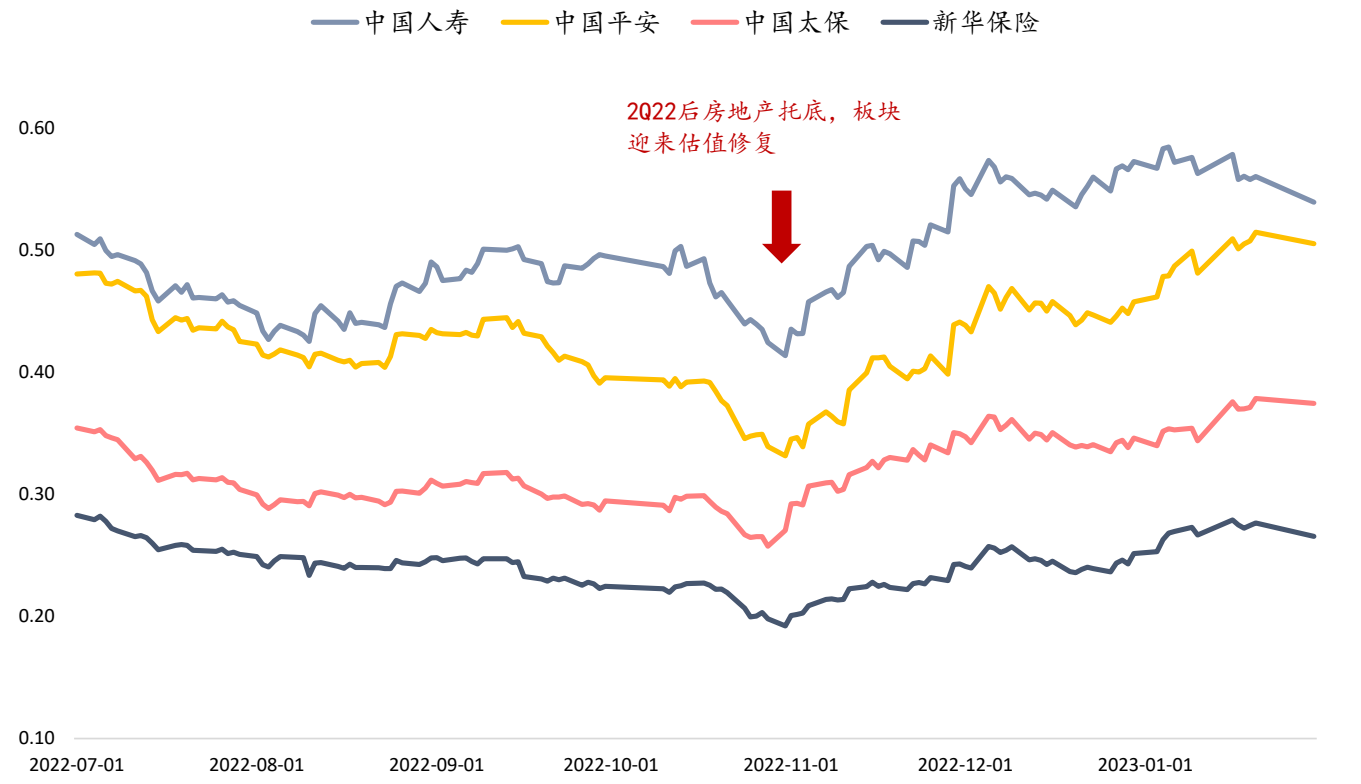
图 目 录

图 1：2Q22 后房地产托底各大险企估值触底回升（滚动 PEV） 4
图 2：上市险企 A 股近期表现（截至 2023 年 1 月 20 日） 4
图 3：上市险企 H 股近期表现（截至 2023 年 1 月 27 日） 4
图 4：2022 年以来保险板块表现 5
图 5：2022 年 11 月以来长端利率逐步回升 6
图 6：沪深 300 指数与保险指数表现 6
图 7：近年来各大险企 NBVM 呈下行趋势 7
图 8：保险股价近年来持续下行至 3Q22 低位 7
图 9：主要上市险企 NBV 同比整体逐季改善 7
图 10：上市险企寿险前三季度新单保费（亿元）及同比增速 7
图 11：非银板块表现与人民币汇率 8
图 12：中美利差 2022 年 11 月以来逐渐收敛（单位：%） 8
图 13：保险板块近一年外资净买入和持仓变化（截止 2023 年 1 月 31 日） 8
图 14：上市险企沪深港股通平均持股数量占比（占自由流通股本） 8
图 15：保险指数与沪深 300 指数、十年期国债收益率表现 9
图 16：2017 年保险板块表现优于沪深 300 指数表现 10
图 17：10 年期国债 750 天移动平均曲线在 2017 年 11 月逐渐迎来抬升拐点 10
图 18：2017 年行业代理人规模迎来高峰（单位：万人） 10
图 19：各大险企个险渠道新单保费（百万元） 10
图 20：各大险企个险渠道 NBV（百万元） 11
图 21：2016-2017 年主要上市险企内含价值实现同比较快增长 11
图 22：上市险企 2017 年 NBV 保持高增长 11
图 23：上市险企 2017 年实现较高净投资收益率 11
图 24：2019 年 1-9 月沪深 300 与保险板块涨幅 12
图 25：2019 年 1-9 月十年期国债收益率表现 12
图 26：2019 年 1 月社融反弹超预期 12
图 27：2020 年主要险企单月保费同比表现逐渐承压 12
图 28：2020 年 3-12 月沪深 300 指数和保险指数整体上行 13
图 29：2020 年 3-12 月长端利率逐渐抬升但 750 日移动平均曲线仍下行 13
图 30：春节前六大城市出行拥挤度已反弹 13
图 31：社会消费品零售总额有望反弹 13
图 32：个险代理人下滑趋于钝化（单位：万人） 14
图 33：各险企人均月均新单保费（元） 14
图 34：主要上市险企滚动 PEV 估值情况 14

一、 本轮保险行情总结：始于房地产托底下的估值修复

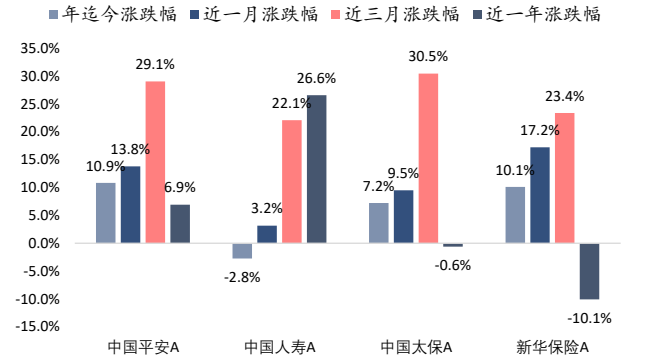
2022 年 11 月以来，在地产“三支箭”、高层定调经济发展和大力提振市场信心等政策支持下，保险股表现持续上行。2022 年 11 月 1 日至 2023 年 1 月 20 日期间，上市险企中国平安 A 股上涨 44.1%，PEV 估值从 0.46X 提升至 0.66X；中国人寿 A 股上涨 35.7%，PEV 估值从 0.60X 提升至 0.82X；中国太保 A 股上涨 36.2%，PEV 估值从 0.36X 提升至 0.50X；新华保险 A 股上涨 41.8%，PEV 估值从 0.28X 提升至 0.40X。H 股更是上涨 97.9%、75.7%、79.3%和 77.8%。期间申万保险行业指数上涨 41.6%，上证综指和沪深 300 涨幅分别为 12.8%和 19.2%，板块超额收益表现明显。

图 1：2Q22 后房地产托底各大险企估值触底回升（滚动 PEV）



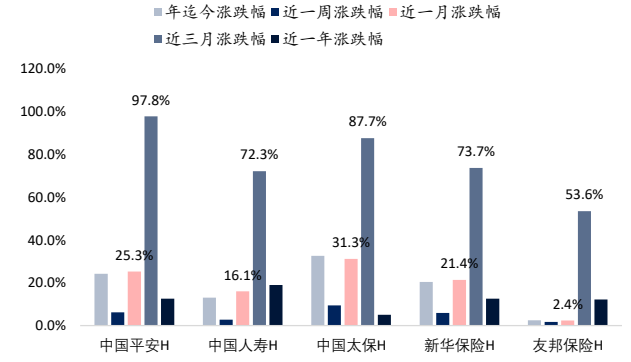
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：上市险企 A 股近期表现（截至 2023 年 1 月 20 日）



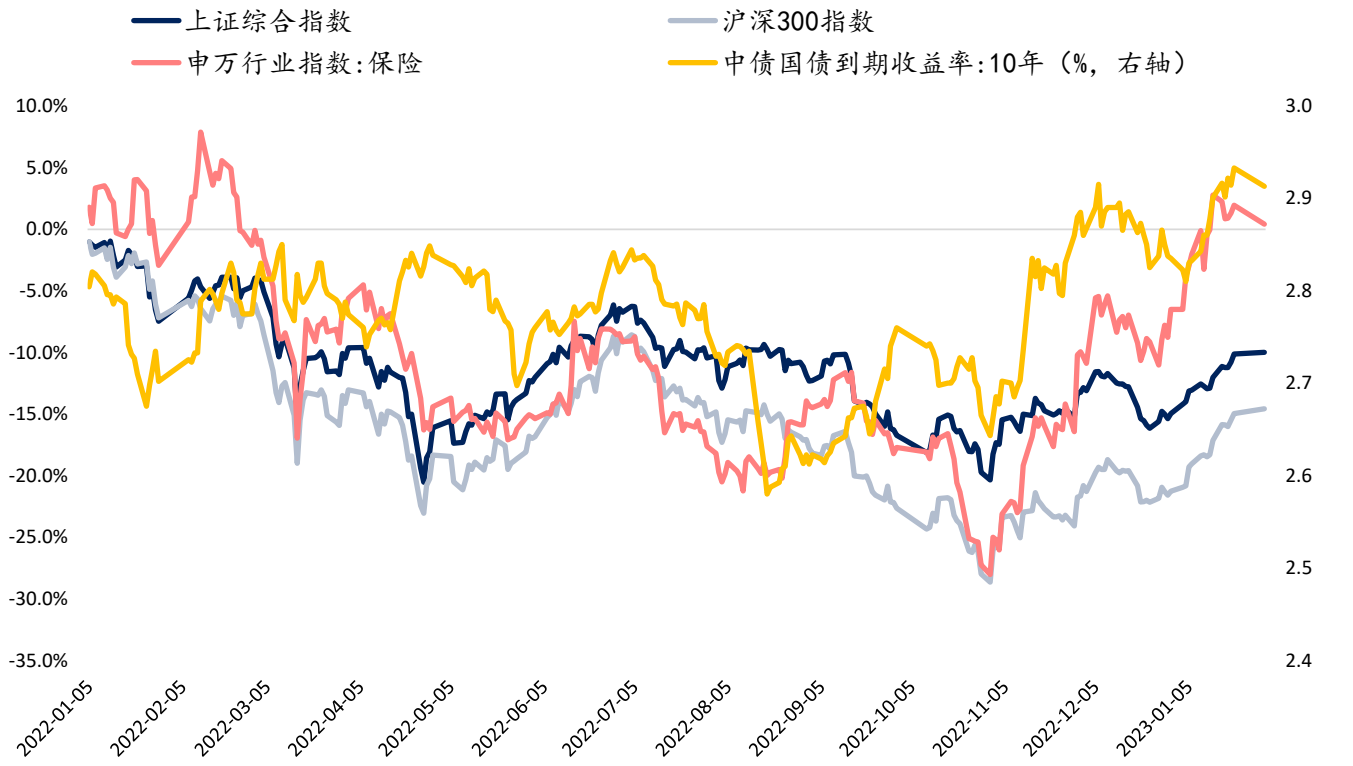
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：上市险企 H 股近期表现（截至 2023 年 1 月 27 日）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：2022 年以来保险板块表现



资料来源：Wind，信达证券研发中心

2023 年开年以来，北向资金持续流入 A 股市场。2023 年 1 月 30 日，北向资金全天净买入 186.14 亿元，同时连续 14 个交易日完成净买入，截止 2023 年 1 月 30 日，北向资金 2023 年 1 月净买入额已突破 1300 亿元，净买入金额超过了 2022 年全年的外资净买入额。从股价表现看，北向资金近三月来上市险企 A/H 表现均优异，估值修复明显，个股方面中国平安 A/H 和中国太保 A/H 过去三月领涨。

1.1 房地产利好政策助力险企投资敞口风险化解

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，通过并购重组及配套融资、再融资、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。2022 年 9 月以来，保障地产平稳发展政策密集出炉，我们认为这体现了监管积极发挥资本市场功能，用市场化方式支持房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，房地产行业风险逐步释放，推动地产及金融板块估值企稳，也缓解市场对保险公司相关资产质量的担忧，因此保险板块迎来估值修复。

表 1：房地产支持政策梳理

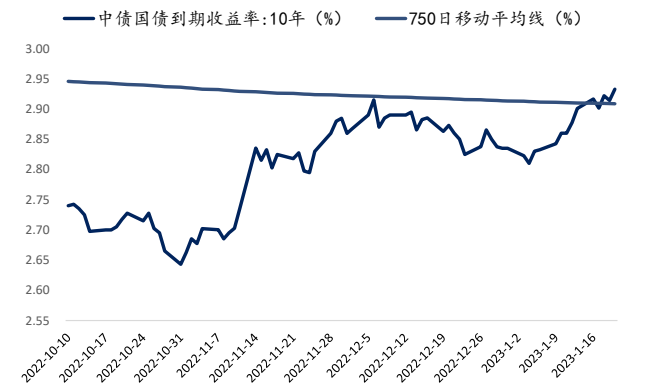
日期	文件/事件	主体	政策内容
2022.09.29	《关于阶段性调整差别化住房信贷政策的通知》	央行、银保监会	符合条件的城市政府，可自主决定在 2022 年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限
2022.09.30	《关于支持居民购换住房个人所得税政策的公告》	财政部、税务总局	自 2022 年 10 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠
2022.11.14	《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》	银保监会、住建部、央行	管账户内资金达到住房和城乡建设部门规定的监管额度后，房地产企业可向商业银行申请出具保函置换监管额度内资金。商业银行可按市场化、法治化原则，在充分评估房地产企业信用风险、财务状况、声誉风险等的基础上进行自主决策，与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务。
2022.11.21	央行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会	央行、银保监会	会议强调，要全面落实房地产长效机制，因城施策实施好差别化住房信贷政策，支持刚性和改善性住房需求，用好“第二支箭” 支持民营房企发债融资。
2022.11.28	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	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：恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策；进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用。

资料来源：央行，财政部，税务总局，银保监会，住建部，证监会，信达证券研发中心

1.2 长端利率回升，权益市场上行共振推动板块表现

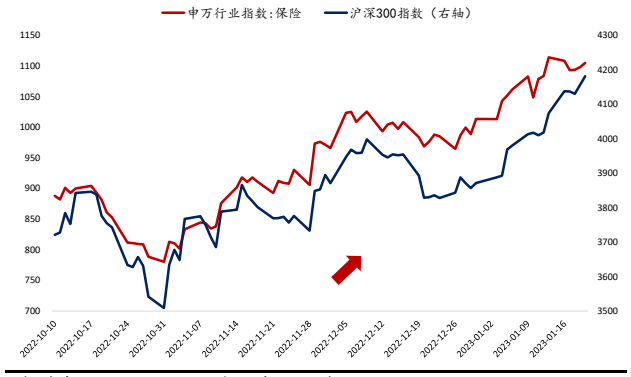
2022 年 11 月以来，十年期国债收益率触底回升，从低点 2.64%水平逐渐上行至高点 2.9%左右水平，2022 年 12 月十年期国债收益率有所震荡，但 2023 年 1 月整体呈现回升态势，截止 2023 年 1 月底仍维持在 2.9%左右高位。随着高层定调聚焦经济发展和大力提振市场信心，国内经济企稳预期的不断增强，近 3 个月以来长端利率和权益市场表现的持续上行共振，为此期间保险板块估值触底回升提供了坚实基础。

图 5：2022 年 11 月以来长端利率逐步回升



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：沪深 300 指数与保险指数表现

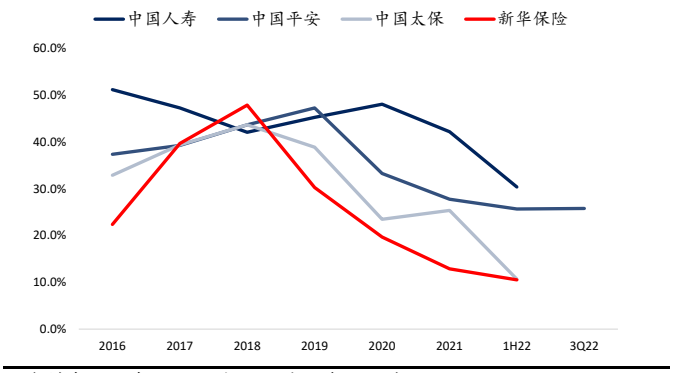


资料来源：Wind，信达证券研发中心

1.3 估值处于历史低位的同时，负债端亮点逐步显现

估值处于历史低位，配置价值逐步显现。近年来保险板块股价受保费下降冲击等影响持续下行，2022 年权益市场波动加大，截至 3Q22 各大险企年化总投资收益率均同比下滑，进而对净利润表现产生冲击，1H22 五大 A 股上市险企共计实现归母净利润 1220.27 亿元，同比下降超 15%。其中，仅中国人保和中国平安实现归母净利润的正增长，中国人寿、中国太保、新华保险均出现了超 20%的跌幅，同时叠加房地产行业“暴雷”等对板块估值进一步压制，2022 年 Q3 行业 PEV 估值处于历史低位。

图 7：近年来各大险企 NBVM 呈下行趋势



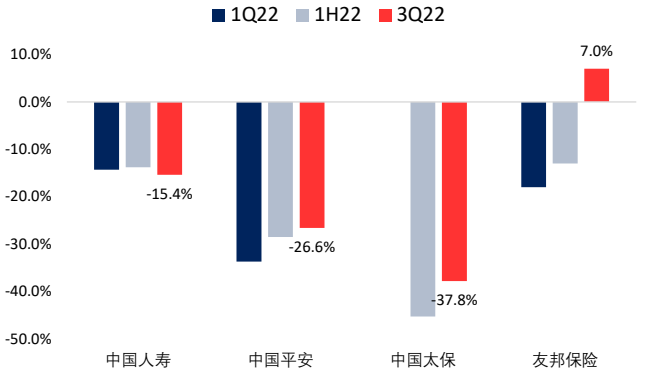
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 8：保险股价近年来持续下行至 3Q22 低位

资料来源：Wind，信达证券研发中心

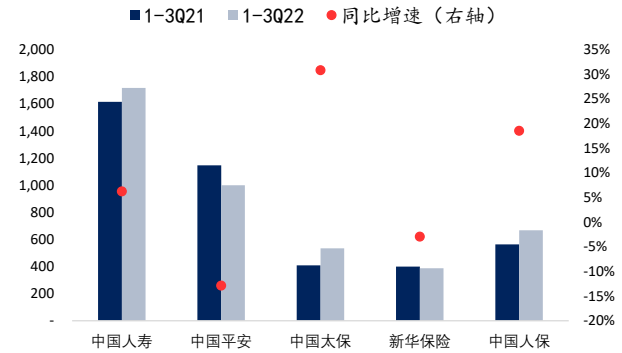
新业务价值虽持续承压，但降幅有望逐步收窄。受疫情持续影响，居民消费意愿减弱，长期保障型产品消费支出放缓，多个地区的线下展业活动受限，同时受到产品结构和精算假设调整的影响，2022 年以来险企新业务价值持续承压。面对新业务价值持续下行的状态，各家上市险企继续深入转型改革，重塑保险价值链。从行业整体情况看，2022 年下半年以来虽然主要上市险企 NBV 同比仍负增长，但 3Q22 降幅有所收窄，其中太保 3Q22 率先实现单季新业务价值同比转正。我们认为随着疫情防控政策的持续优化，线下经济活动的复苏和开门红营销活动的推动，2023 年主要上市险企 NBV 或有望实现同比正增长。

图 9：主要上市险企 NBV 同比整体逐季改善



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 10：上市险企寿险前三季度新单保费（亿元）及同比增速



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

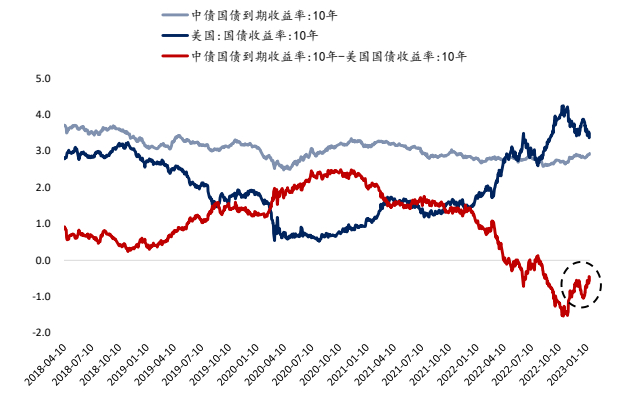
1.4 外资持续流入，加仓保险板块明显

宏观环境政策催化，汇率和经济增长预期是外资流入的重要观察指标。2022 年 11 月以来，在国内防疫政策优化、国常会等重大会议释放稳增长提振市场信心及关键领域政策支持力度加强（如地产金融政策等）、国内市场经济恢复预期改善叠加美元走弱等因素影响下，人民币汇率呈现升值走势。2022 年 12 月 5 日美元兑人民币汇率升值破 7，当前维持在 6.7-6.8 水平，人民币升值和中国经济增长预期为外资持续流入奠定了基础。

图 11：非银板块表现与人民币汇率

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 12：中美利差 2022 年 11 月以来逐渐收敛（单位：%）



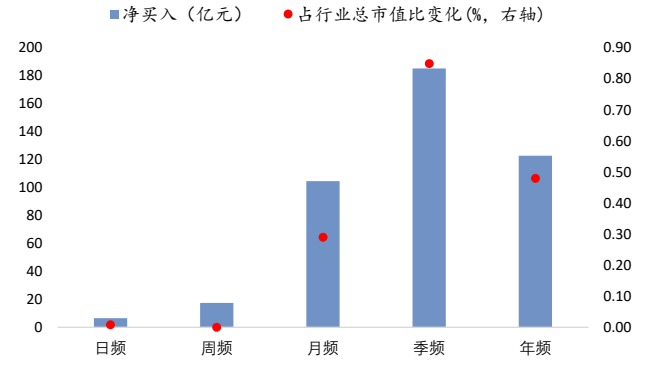
资料来源：Wind，信达证券研发中心

北向资金连续多周净买入，外资加仓保险板块明显。近三月北向资金呈现净买入趋势，2022 年 11 月、12 月和 2023 年 1 月净买入金额分别为 600.9 亿元、350.1 亿元和 1412.9 亿元。截止 2023 年 2 月 2 日，北向资金已经连续 12 周成交净买入。

从陆股通对保险板块近一年持仓情况看：截止 2023 年 1 月 31 日，从月度频率、季度频率和年度频率看，**外资对保险板块均加仓明显**，净买入分别为 104.61 亿元、185.40 亿元和 122.76 亿元，**近一年外资对于保险板块呈现 净买入趋势，尤其最近一个季度加仓较为明显**。

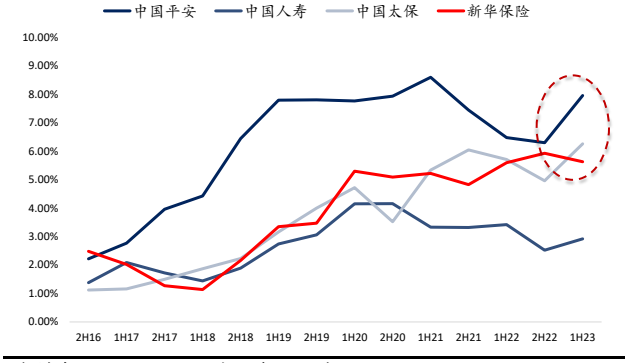
外资持仓平安太保占比较高。从沪深港股通持股上市险企 A 股来看，截至 2023 年 1 月 31 日，持股比例（占自由流通股本）分别为：中国平安 8.93%、中国人寿 3.55%、中国太保 7.47%和新华保险 5.92%，持仓占比平安和太保相对较高，均超 7%。同时，平安、太保和新华的沪深港股通持股比例均处历史高位。

图 13：保险板块近一年外资净买入和持仓变化（截止 2023 年 1 月 31 日）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 14：上市险企沪深港股通平均持股数量占比（占自由流通股本）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

二、复盘历史，资负共振带来超额收益

我们通过复盘 2015 年以来保险板块具备明显超额收益的三大代表性区间 201704-201711、201901-201909、202003-202012，可以看到保险负债端和投资端复的复苏或拐点是行情主要推动力。整体看，我们认为 2020 年之前的两轮行情主要是负债端与投资端的“资负共振”推动，2020 年以来在负债端基本面整体趋弱的背景下主要是“资产端修复”逻辑带来的结构性表现机会。通过复盘我们认为，相对弱势行情中板块表现主要靠投资端驱动，主要关注因素包括权益市场表现、长端利率中枢和险资投资组合资产质量等，而相对强势的行情往往需由“资负共振”推动，因此我们认为需要重视当前市场下，当估值低位反弹修复一段时间后，基本面改善对于板块行情的持续推动。

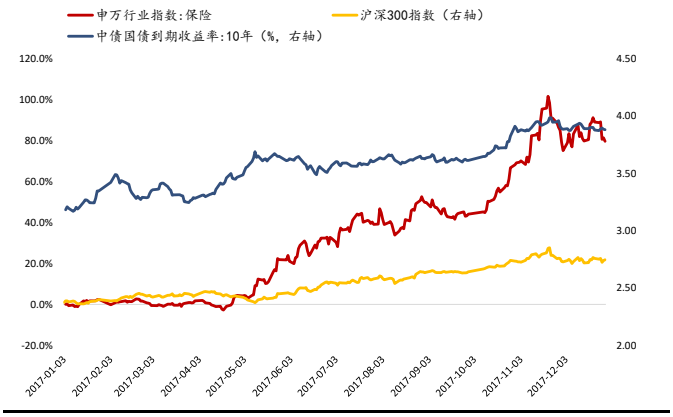
图 15：保险指数与沪深 300 指数、十年期国债收益率表现

资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.1 201704-201711：资负共振带动板块估值上行

2017 年 4 月 5 日至 2017 年 11 月 21 日，保险指数上涨 97.8%，沪深 300 指数上涨 20.4%，上证指数仅上涨 4.3%，此阶段保险板块表现远超大盘表现，超额收益显著。2017 年 Wind 白马股指数全年涨幅超 48%，沪深 300 指数全年累计涨幅 21.8%，权重蓝筹股和白马股表现优异，带动险企资产端投资收益表现，头部险企 2017 年全年净投资收益率普遍达到 5%以上，其中平安（5.80%）>太保（5.40%）>新华（5.10%）>国寿（4.91%）。

图 16：2017 年保险板块表现优于沪深 300 指数表现



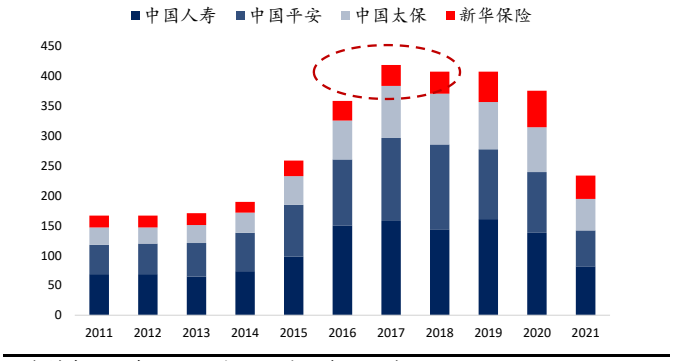
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 17：10 年期国债 750 天移动平均曲线在 2017 年 11 月逐渐迎来抬升拐点

资料来源：Wind，信达证券研发中心

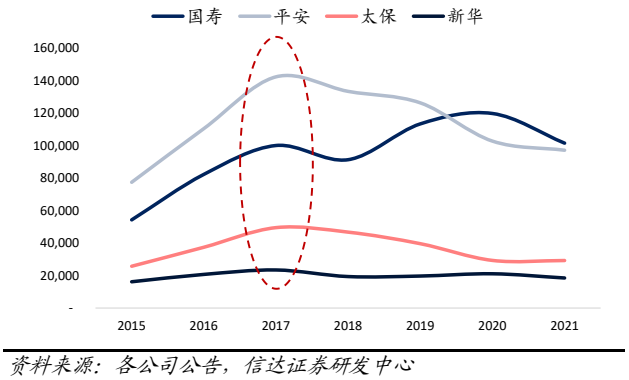
十年期国债 750 天移动平均曲线逐渐迎来拐点，中枢抬升利好利润释放。2015-2016 年十年期国债收益率整体下行，十年期国债 750 天移动平均曲线低位震荡，2016 年 11 月起后十年期国债收益率逐渐上行至 2017 年 11 月最高接近 4%水平，因此使十年期国债 750 天移动平均曲线于 2017 年 11 月迎来拐点逐渐上行，各大上市险企准备金有所释放进而直接推动利润端表现。

图 18：2017 年行业代理人规模迎来高峰（单位：万人）



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

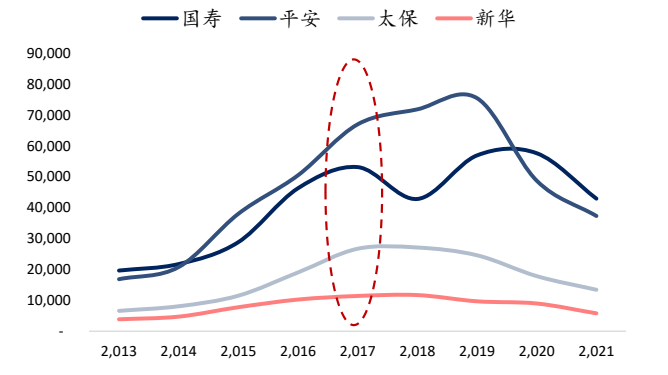
图 19：各大险企个险渠道新单保费（百万元）



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

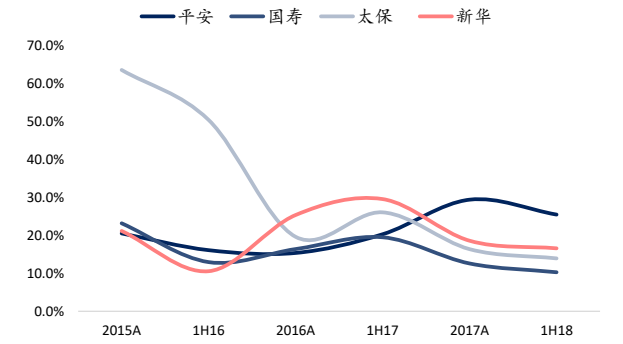
代理人规模扩张达到高位，个险新单和 NBV 推动内含价值增长。2015 年银保监会取消代理人资格考试，上市险企代理人队伍规模快速扩张，2017 年国寿、平安、太保和新华代理人规模队伍分别达到 158 万、139 万、87 万和 35 万人。随着个险代理人队伍的迅速扩张，也同步带动了重疾险为代表的健康险和长期保障型产品的销售，2014-2017 年主要上市险企个险渠道 NBV 均连续三年实现同比正增长，期间国寿、平安、太保和新华个险渠道 NBV 复合增长率分别为 34.7%、47.7%、49.1%和 34.4%，个险渠道的优异表现推动上市险企新业务价值和内含价值持续增长，从而奠定了估值提升的坚实基础。

图 20：各大险企个险渠道 NBV（百万元）



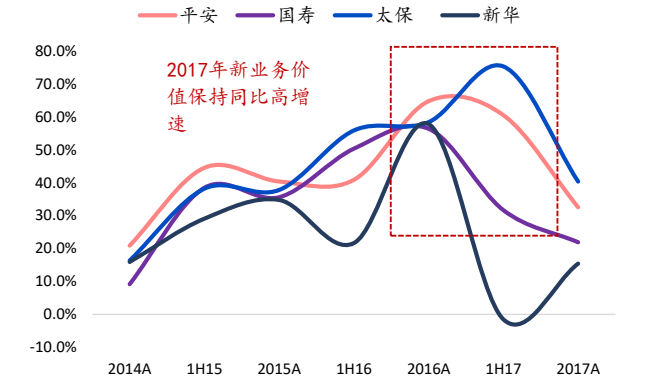
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 21：2016-2017 年主要上市险企内含价值实现同比较快增长



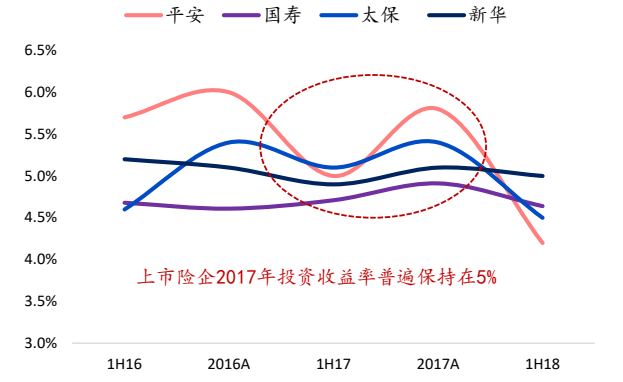
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 22：上市险企 2017 年 NBV 保持高增长



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 23：上市险企 2017 年实现较高净投资收益率



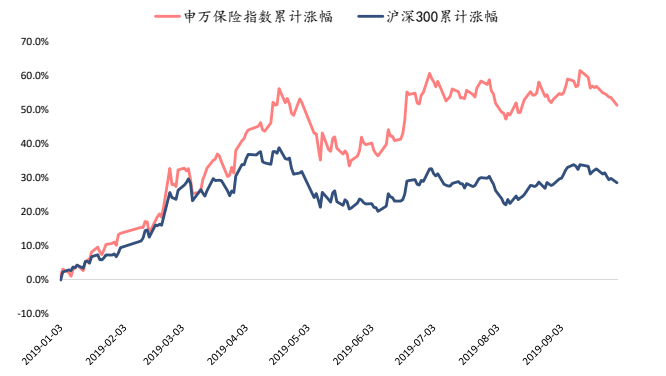
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

2.2 201901-201909：从负债端到投资端的预期改善

保险板块在 2019 年前三季度迎来较好涨幅表现，尤其申万保险指数 2019 年前四月涨幅超 50%。复盘来看我们认为此期间保险板块估值回升的驱动逻辑主要是“**先负债端再投资端**”。2019 年上半年各险企年报略超预期叠加沪深 300 指数反弹带动板块上行，后期市场整体上已经对负债端持续性有所担忧，尤其是代理人规模、重疾险销量和新业务价值增长的担忧。

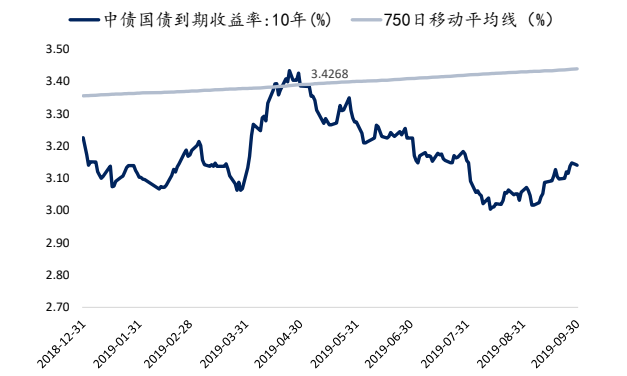
2019 年 1 月保费收入亮眼，寿险逐渐重回正增长轨道。2019 年 1 月保险业原保费收入 8500 亿元，同比增长 24%，相比 2018 年开年保费表现的低迷，2019 年初行业保费重回正增长，2019 年 1 月保险业原保费收入 8500 亿元，同比增长 24%，86 家寿险公司原保费收入 6991 亿元，同比增速由 2018 年同期的-25%提升至+24%。2018 年保险行业开门红受到 2017 年《中国保监会关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》（保监人身险【2017】134 号）的影响，打破了连续多年持续正增长的态势。2019 年各大险企寿险“开门红”更加突出以重疾险为代表的长期保障型产品，在过去主打“年金险”的基础上，不断突出保障型和长期型产品特性，因此负债端的改善为此阶段估值修复奠定了基础。

图 24：2019 年 1-9 月沪深 300 与保险板块涨幅



资料来源：Wind，信达证券研发中心

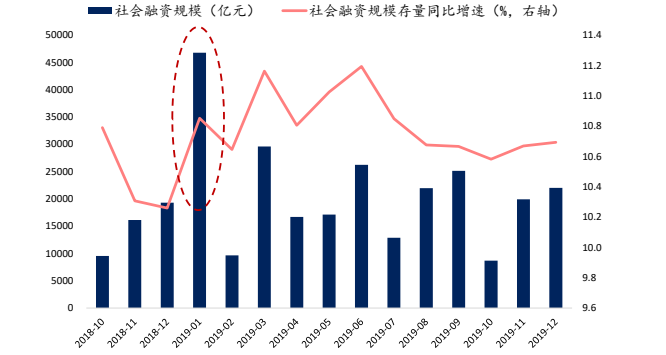
图 25：2019 年 1-9 月十年期国债收益率表现



资料来源：Wind，信达证券研发中心

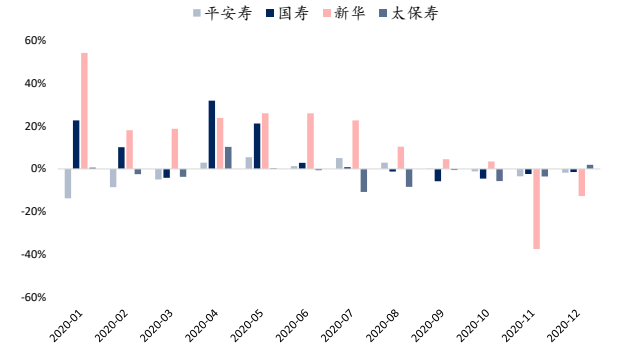
社融强势反弹超预期，宽信用成效初显助力权益市场表现。2019 年 1 月-4 月，保险板块涨幅达到 52%，权益市场在政策宽松和 2019 年 1 月社融大幅超预期的背景下大幅上涨，上证综指也达到 3288.45 的年内高点。同时 2019 年春季长端利率逐渐企稳，10 年国债收益率中枢逐渐抬升，从 2019 年 3 月底 3.0%左右水平快速抬升至 2019 年 4 月底的 3.4%左右水平。

图 26：2019 年 1 月社融反弹超预期



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 27：2020 年主要险企单月保费同比表现逐渐承压

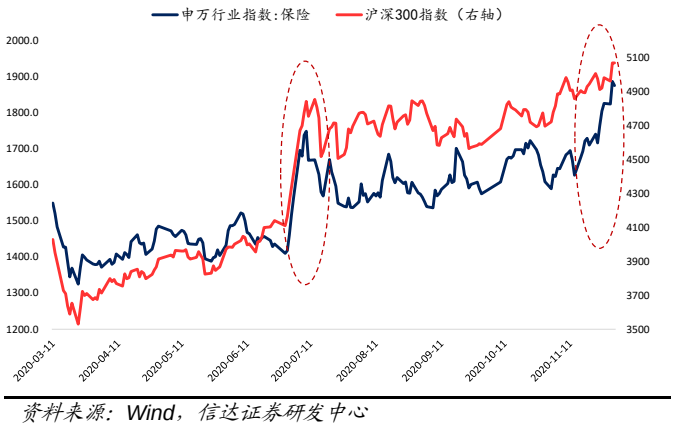


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.3 202003-202012：大盘蓝筹带动下的 β 行情

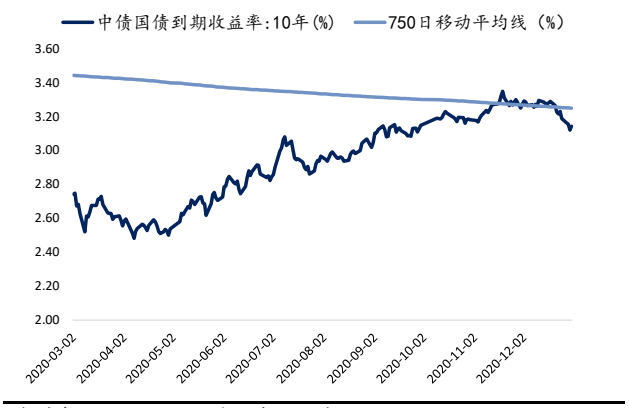
权益市场表现带动保险板块估值修复。2020 年 7 月上证综指收于 3310.01 点，较月初上涨 325.33 点，涨幅为 10.9%；深证成指收于 13637.88 点，较 6 月末上涨 1645.54 点，涨幅为 13.72%；2020 年 7 月沪市日均交易量 5756.9 亿元，环比上升 100.82%，深市日均交易量 7331.84 亿元，环比上升 68.02%。此期间，我们认为大盘尤其是沪深 300 估值抬升带动保险投资端表现，保险板块估值亦同步回升。

图 28：2020 年 3-12 月沪深 300 指数和保险指数整体上行



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 29：2020 年 3-12 月长端利率逐渐抬升但 750 日移动平均曲线仍下行



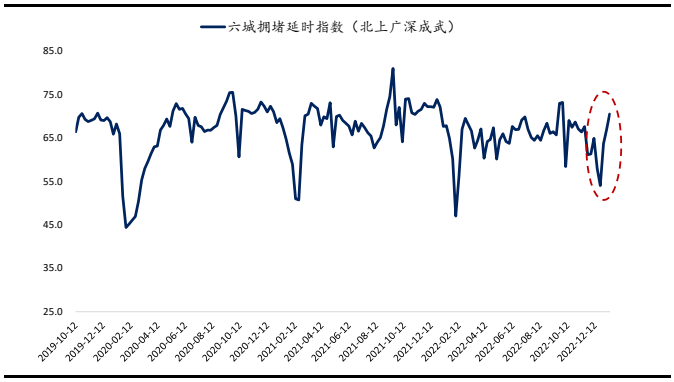
资料来源：Wind，信达证券研发中心

长端利率有所抬升，但此阶段 10 年期国债利率 750 日移动平均曲线仍处下行趋势。2020 年 4 月十年期国债收益率触底回升，从四月份阶段低点 2.5%逐步回升至 11 月 3.3%，整体呈上行趋势，但由于 2019 年中期以来十年期国债收益率整体不断下行，因此这个区间内十年期国债 750 天移动平均曲线整体仍处在下行趋势中。

三、展望：有望逐渐由估值修复转向基本面改善

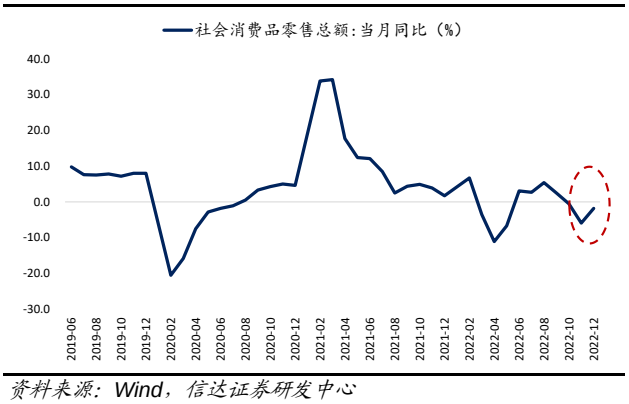
保险板块自 2022 年 Q4 起的上涨，**我们认为更多来自于估值低位修复**。从 2022 年 10 月以来，美国十年期国债收益率从高点 4.3%下降到 2023 年 1 月中旬 3.5%水平，美元兑人民币即期汇率从 7.3 降到 2023 年 1 月中旬 6.7 水平，我们认为市场主要在交易美国经济衰退、加息减缓、中国复苏的预期，因此保险板块受益于流动性改善和长端利率上行出现估值修复。展望后续，**我们则认为板块进一步表现的动能有望逐渐从估值修复转向基本面改善**。

图 30：春节前六大城市出行拥挤度已反弹



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 31：社会消费品零售总额有望反弹



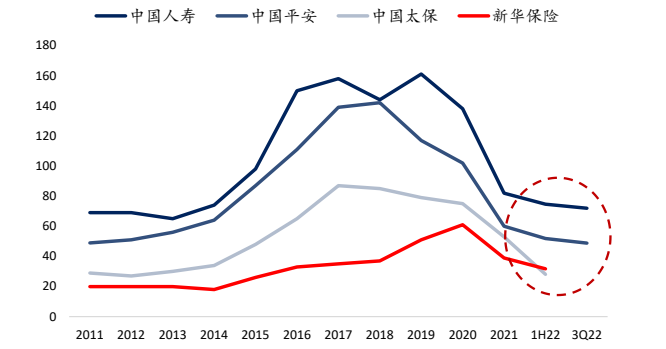
资料来源：Wind，信达证券研发中心

寿险渠道改革效果逐渐显现，财险有望维持高景气。1）寿险：主要上市险企近年来加大代理人队伍改革力度，队伍规模虽持续缩减，但整体队伍质态不断提升，各大险企通过严控新人入口，通过基本法改革、培训支持、销售运营支持等措施不断提高代理人队伍产能，队伍质态提升效果逐渐显现。1H22 平安个险代理人月均寿险收入 6373 元（YoY+28.6%），代理人活动率 55.4%（YoY+11.5ppts）；1H22 太保寿险核心人力月人均首年保费收入 32331 元（YoY+23.5%），核心人力月人均首年佣金收入 4630 元（YoY+10.8%）；1H22 新华保险月人均综

合产能 3840 元（YoY+23.7%）。2）财险：2022 年 1-12 月累计保费同比增速：太保财（+11.6%）>平安财（+10.4%）>人保财（+8.3%），全年表现稳健，景气度较高。

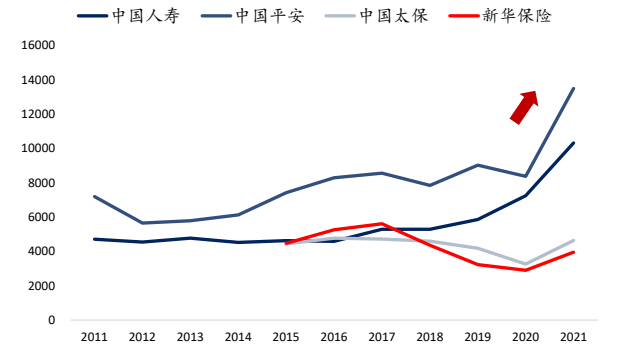
线下展业恢复有望带动负债端修复。随着防疫政策的不断优化，我们认为疫情高峰影响有望逐渐消散，春节前代表性大城市（北上广深成武）出行拥挤度已大幅提升，同时 2022 年 12 月社会消费品零售总额同比降幅也有所收窄，春节期间各线下消费场景已逐步恢复，居民消费预期有望逐步回暖，有望推动保险代理人招募工作和代理人线下沟通展业。

图 32：个险代理人下滑趋于钝化（单位：万人）



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 33：各险企人均月均新单保费（元）



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 34：主要上市险企滚动 PEV 估值情况

资料来源：Wind，信达证券研发中心

整体来看，在近期外资持续流入的背景下，保险板块从 2022 年 11 月以来估值回升明显，但目前主要上市险企滚动PEV估值仍处低位，当前国寿，平安，太保，新华的滚动PEV估值分别为0.54X，0.51X，0.37X和0.27X（以上均为 A 股，以 2023 年 1 月 30 日收盘价计）。我们认为本阶段外资持续流入的主要逻辑在于“房地产企稳预期下资产端改善带来的估值修复”，后续板块表现有望逐渐从“估值修复”逻辑转向“基本面改善”。我们建议关注**“长航行动”效果凸显，负债端表现有望领先的【中国太保】、有望更加受益房地产改善和庞大优质的代理人队伍的【中国平安】和负债端表现稳扎稳打的【中国人寿】。**

四、风险因素

宏观经济下行，险企改革不及预期，居民财富增长不及预期，长端利率持续下行，金融监管政策收紧，人民币汇率大幅波动

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	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@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
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@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。