

保险 II 行业点评报告

缘何近期保险股表现低迷？——从宏观预期到业绩兑现，拐点验证进行时

增持（维持）

2023 年 02 月 06 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：2023 年春节假期后 6 个交易日，保险板块跌近 6%，未能延续节前上涨趋势，我们将近期路演和交流沟通反馈如下。

■ 从宏观预期到业绩兑现，当前市场对业绩修复信心仍旧不足是拖累板块重回低位的核心原因。2022 年末以来，保险股领涨金融板块和市场反攻号角，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，随着经济修复的预期升温，长端利率与权益市场有望迎来共振向上催化，板块自低点反弹近 40%，虽然估值仍处于历史低位，但反弹空间相对可观。2023 年 1 月末中国太平发布业绩预减公告称，受境内外资本市场持续波动的影响，预计 2022 年归母净利润同比下降 64%。我们预计 A 股上市同业预计归母净利润同比下滑 18%，整体表现差强人意。今年春节主要在 1 月下半月，相比往年略有提前，受到春节错期影响，叠加去年 12 月疫情完全放开后队伍展业明显受阻，2023 年 1 月新单数据同比增速前高后低，我们建议关注 1Q23 整体预期。我们预计 1Q23 上市险企 NBV 增速基本持平，我们预计 1Q23 上市险企 NBV 增速排序为：太保（+3%）>国寿（+2%）>平安（-5%）>新华（-6%），全年上市险企维持 5%左右正增长判断不变，2023 年仍是复苏拐点年。

■ 长端利率 3%整数关口临门一脚踢不动，关注企业中长贷增速回暖对长端利率和保险估值情绪拉动作用。图 3 显示金融板块个股表现与本轮外资净买入额关联度较高。2023 年 1 月社融数据在即，信贷开门红可期，但由于房地产、民间投资等领域需求可能仍然偏弱，我们预计整体企业和居民中长贷或于 2Q23 现拐点。短期流动性充沛，此前外资流入现象有所边际放缓，短期中小成长板块占优。我们预计长端利率破 3%只是时间问题，资产端是上半年保险股股价核心，下半年有望逐步过渡至负债端，短期长端利率仍是胜负手。

■ 如何看待后市？上半年仍以资产端为主，下半年以负债端选股为主。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上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。

■ 投资建议：当前平安、国寿、太保和新华对应 2023 年 P/EV 分别为 0.55、0.68、0.42 和 0.33，处于历史估值分位数的 4%、8%、5%和 2%。个股推荐上，建议关注个股表征特色，中国平安（关注地产销售数据兑现）、中国太保（关注行业负债端拐点，3Q22 以来有望连续三个季度 NBV 同比增速转正，有望成为本轮行业转型标杆）和中国人寿（长端利率企稳弹性品种，关注降息可能性）。

■ 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

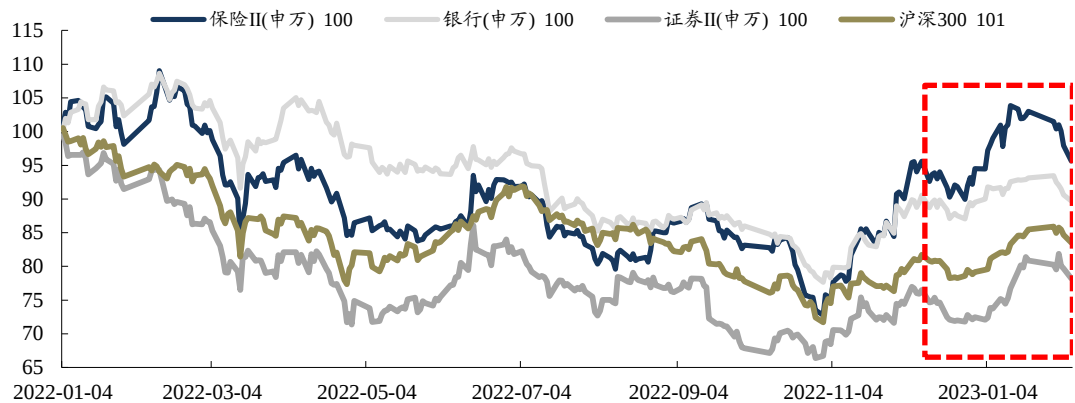
《上市险企 12 月保费数据点评：车险增速逆市回稳，寿险全力备战开门红》

2023-01-18

《为何年初以来保险股领涨金融股反攻号角？》

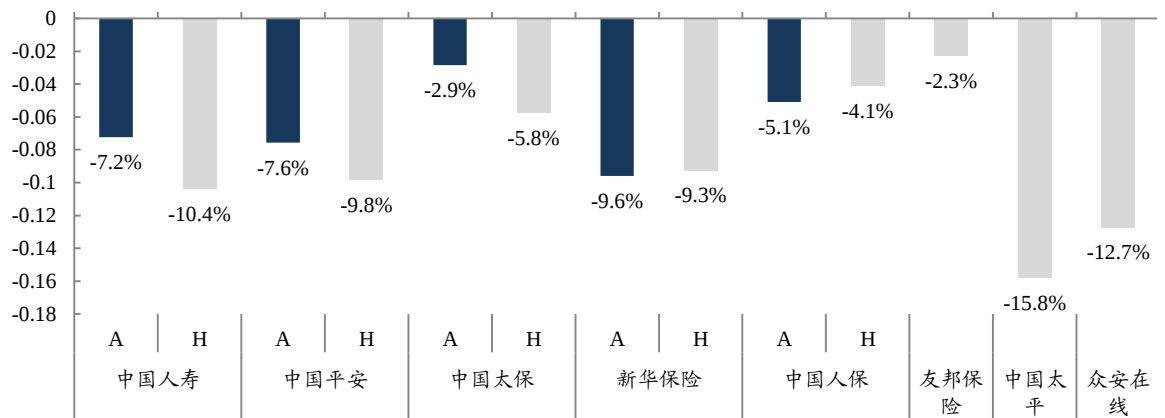
2023-01-13

图1: 2023 年春节假期后 6 个交易日, 保险板块跌近 6%, 未能延续节前上涨趋势,



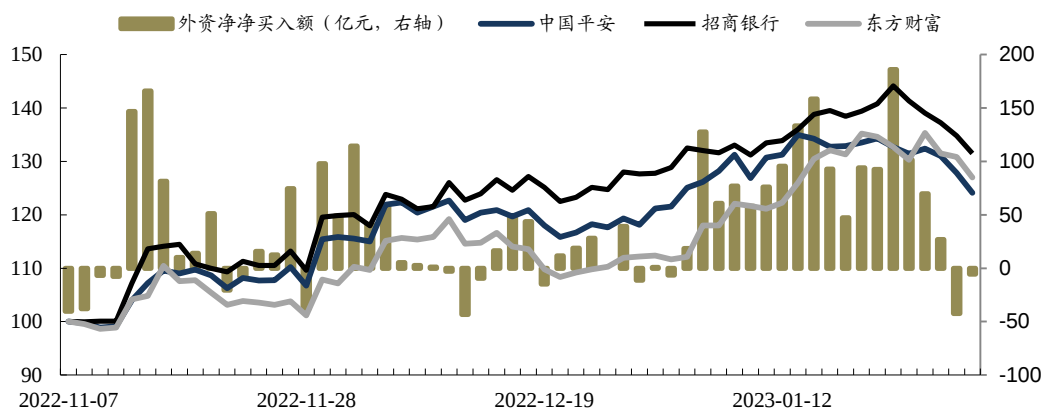
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023 年 1 月 20 日 (2023 年春节假期以来) 以来 AH 保险股涨跌幅差异对比 (灰色为 H 股)



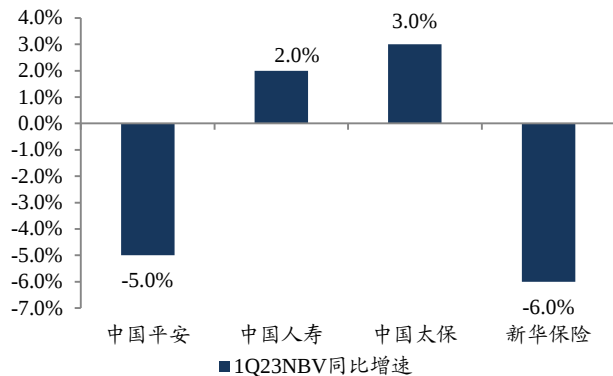
数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 统计时间为: 2023 年 1 月 20 日至 2023 年 2 月 6 日

图3: 金融板块个股表现与本轮外资净买入额关联度较高



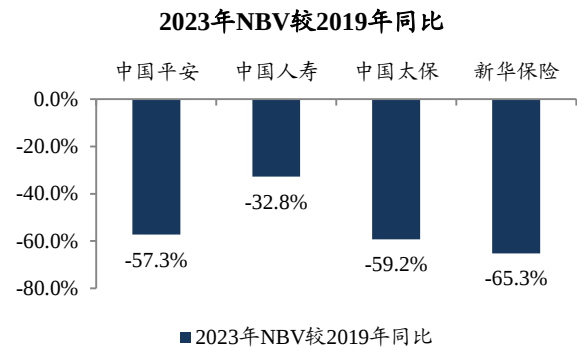
数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 统计时间为: 2022 年 11 月 1 日至 2023 年 2 月 6 日中国平安、招商银行、东方财富股价基期选为 100, 基期为 2022 年 11 月 1 日

图4: 1Q23 上市险企 NBV 增速预测



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 剔除疫情影响, 上市险企 NBV2023 年较 2019 年同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表1: 上市险企估值表 (以 2023 年 2 月 6 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	48.16	76.34	80.14	86.87	94.52	中国平安	0.63	0.60	0.55	0.51
601628.SH	中国人寿	33.49	42.56	45.66	49.50	53.32	中国人寿	0.79	0.73	0.68	0.63
601601.SH	中国太保	25.54	51.80	54.87	60.48	65.04	中国太保	0.49	0.47	0.42	0.39
601336.SH	新华保险	29.95	82.96	84.63	91.75	99.37	新华保险	0.36	0.35	0.33	0.30
代码	EPS	收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/E	2021A	2022E	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	48.16	5.56	6.35	8.24	9.17	中国平安	8.66	7.58	5.85	5.25
601628.SH	中国人寿	33.49	1.80	1.17	1.80	2.04	中国人寿	18.59	28.75	18.62	16.44
601601.SH	中国太保	25.54	2.79	2.29	3.36	3.58	中国太保	9.16	11.14	7.60	7.14
601336.SH	新华保险	29.95	4.79	2.64	4.05	4.44	新华保险	6.25	11.33	7.40	6.75
代码	BVPS	收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/B	2021A	2022E	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	48.16	44.44	47.14	51.88	57.44	中国平安	1.08	1.02	0.93	0.84
601628.SH	中国人寿	33.49	16.93	17.58	19.09	20.62	中国人寿	1.98	1.91	1.75	1.62
601601.SH	中国太保	25.54	23.57	25.01	27.64	30.04	中国太保	1.08	1.02	0.92	0.85
601336.SH	新华保险	29.95	34.77	34.08	37.58	41.06	新华保险	0.86	0.88	0.80	0.73
代码	BVPS	收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/B	2021A	2022E	2023E	2024E
2328.HK	中国财险	7.25	9.12	9.99	10.96	12.02	中国财险	0.68	0.62	0.57	0.52

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=0.8593 元人民币汇率计算, 数据更新至 2023 年 2 月 6 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>