

## 保险 II

2024 年 01 月 03 日

## 估值已反应资产端悲观预期，关注负债端催化

——保险行业 2024Q1 展望

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

吕晨雨（分析师）

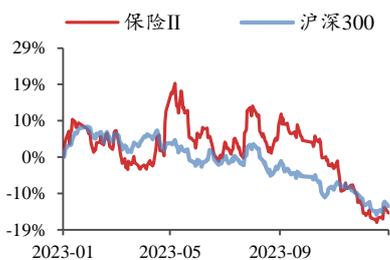
gaochao1@kysec.cn

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

《11 月寿险保费同比延续分化，开门红预期不断改善——上市险企 11 月保费收入数据点评》-2023.12.17

《10 月寿险保费同比分化，关注超跌带来左侧机会——上市保险公司 10 月保费收入数据点评》-2023.11.20

《9 月新单承压符合预期，汇金入市提振资产端信心——上市保险公司 9 月保费收入数据点评》-2023.10.17

### ● 开门红全面铺开，供需有望支撑 2024Q1NBV 超预期，关注资产端预期改善

进入 2023 年 12 月，险企全面开启开门红业务，多数险企通过预录方式销售，符合监管不大幅提前预扣款的规定。从此前全年收官情况看，此前透支的需求已有明显恢复，养老、储蓄需求仍然旺盛，叠加供给端个险转型见效和银保以量补价的驱动，供需两端有望支撑 2024 年一季度 NBV 超预期。近期保险股超额下跌主要受资产端、负债端和政策端担忧影响，目前上市险企 PEV 估值位于历史底部位置，或充分反应市场悲观预期，开门红超预期有望明显缓解负债端担忧，经济复苏利好资产端改善，保险股兼具 beta 弹性和负债端阿尔法，继续看好板块左侧机会，推荐中国太保、中国人寿、中国平安。推荐盈利稳健、高股息率的中国财险。

### ● 储蓄型产品需求修复或优于预期，2024 年负债端展望乐观

(1) 我们以行业新单保费（估算）占居民户新增存款比例作为参照，2023H1 较 2022 年的 5.1%提升 2.0pct 至 7.1%，但仍低于 2014-2021 年的最低值 8.1%，低基数及行业 2022 年展业受损带来 2023H1 数据较 2022 年数据的明显改善。但我们认为金融行业其他投资理财产品吸引力下降是 2023 年需求改善主因，产品停售并未过度透支后续需求；(2) 寿险行业转型清虚逐步深入，上市险企代理人队伍脱虚向实，月均活动人力自 2021 年至 2023H1 保持下降趋势，若代理人触达客户数量稳定，隐含触达客户量下降，预计仍有大量潜在客群未被触达并激发需求；(3) 2022 年 9 月至 2023 年 12 月，存款利率已下调 4 次，储蓄型保险产品吸引力进一步提升；(4) 2023Q2 NBV 绝对值规模仍未恢复至 2020 年水平，2023 年内生增量仍然强劲，转型深化仍能进一步推升后续内生增量。

### ● 预计报行合一推进实质利好头部险企，仍需进一步观察

我们认为：(1) 报行合一目的在于管控行业法外成本，降低费差损从而降低负债成本。降低代理人收入不利于后续客户服务以及消费者权益保护，有违监管初衷。预计后续个险推行报行合一的效果与银保渠道费明显下降的结果不同，更多是规范法外利益以及不同年期佣金、利益调节，禁止返佣、黑产等，短期对代理人实际佣金和新单销售影响有限。后续仍需进一步观察监管政策执行进度。(2) 中长期看，规范开门红、限制返佣等利于转型领先的头部险企，依靠产品和服务优势、专业的代理人队伍，头部险企市占率有望持续提升。

### ● 当前估值已反映市场资产端担忧，长期盈利能力仍有保证

结合投资收益率假设下调预期以及地产端敞口看，即使投资收益率假设下调 250BP 至 5%（线性估算 EV 影响），叠加地产端敞口全部折价，各家险企仍然相较目前 EV 仍然剩余：中国人寿 59.3%EV、中国平安 60.5%EV、中国太保 63.2%EV、新华保险 57.7%EV，当前动静态 PEV 或已反映资产端悲观预期。依据上市险企披露的利源三差占比，我们预计在 4.5%/4.0%/3.5%投资收益率假设下，险企负债成本分别为 2.70%/2.49%/2.28%，且新定价产品及产品销售结构改善或进一步压低负债成本。

● 风险提示：保险需求复苏不及预期；长端利率超预期下行。

## 目 录

1、 储蓄型产品需求修复或优于预期，2024 年负债端展望乐观.....	4
1.1、 产品需求修复情况或好于预期，预计 2024 年开门红业务进展良好.....	4
1.2、 行业内生增量仍然强劲，预计 2023Q2 NBV 仍未恢复至 2020 年同期.....	7
2、 报行合一：预计对个险影响相对有限，仍需后续观察.....	9
3、 资产端：估值已反映市场担忧，长期盈利能力仍有保证.....	10
3.1、 当前估值或一定程度上反映资产端担忧.....	10
3.2、 负债成本有望随产品销售结构改善及新定价产品销售进一步改善.....	12
4、 投资建议.....	14
5、 风险提示.....	14

## 图表目录

图 1： 2023H1 估算人身险行业新单占新增居民存款比例仍未回升至 2021 年水平.....	4
图 2： 2023 年非货基金新发规模有所下降.....	4
图 3： 上市险企代理人规模自 2020 年起均呈现下降趋势.....	5
图 4： 部分上市险企月均活动人力有所下降.....	5
图 5： 上市险企 2023H1 活动人力人均产能较 2021A 明显提升.....	5
图 6： 我们认为人身险行业业务模式主要由供给拉动需求.....	6
图 7： 2023 年 12 月存款挂牌利率有所下调.....	6
图 8： 中国平安 2023Q1 NBV 规模高于 2022 同期.....	8
图 9： 中国平安 2023Q2 NBV 规模高于 2021-22 同期.....	8
图 10： 中国平安 2023Q3 NBV 规模高于 2022 同期.....	9
图 11： 预计中国平安 2023Q4 NBV 规模将有明显改善.....	9
图 12： 2020 年以来上市险企费用投产比有所恶化.....	10
图 13： 2019 年以来部分险企银保渠道占比提升.....	10
图 14： 中国平安个险渠道价值率高于其他渠道.....	10
图 15： 上市险企个险渠道人力集中度较高.....	10
表 1： 上市险企部分开门红产品在 20-30 年保单年度上 IRR 可以达到 2-3%水平.....	6
表 2： 中国平安、中国太保 2023Q2 单季 NBV 同比明显改善.....	7
表 3： 预计中国平安、中国太保 2023 年 NBV 仍能保持较好增速.....	8
表 4： 扣除 2023Q2“超额”部分后，预计中国平安、中国太保 2023 年 NBV 增长动能仍然强劲.....	8
表 5： 预计上市险企不动产敞口占 EV 比例预计在 10.9%-16.5%区间.....	10
表 6： 预计上市险企非标中不动产规模占比 EV 比例在 11.7%-14.0%区间.....	11
表 7： 上市险企投资收益率假设下调 50BP 对 EV 影响有限.....	11
表 8： 当前估值或已反映部分资产端悲观预期.....	12
表 9： 极度悲观假设下，预计保险公司仍可实现 2.8%投资收益率.....	12
表 10： 中国平安长期保障型产品利差占比低于死差、费差.....	13
表 11： 测算中国平安长期保障型产品负债成本或为 0.71%.....	13
表 12： 测算中国平安其他产品负债成本或为 1.86%.....	13
表 13： 万能型产品负债成本或高于其他产品.....	13
表 14： 投资收益率假设 4.5%时对应负债成本或为 2.7%.....	14

---

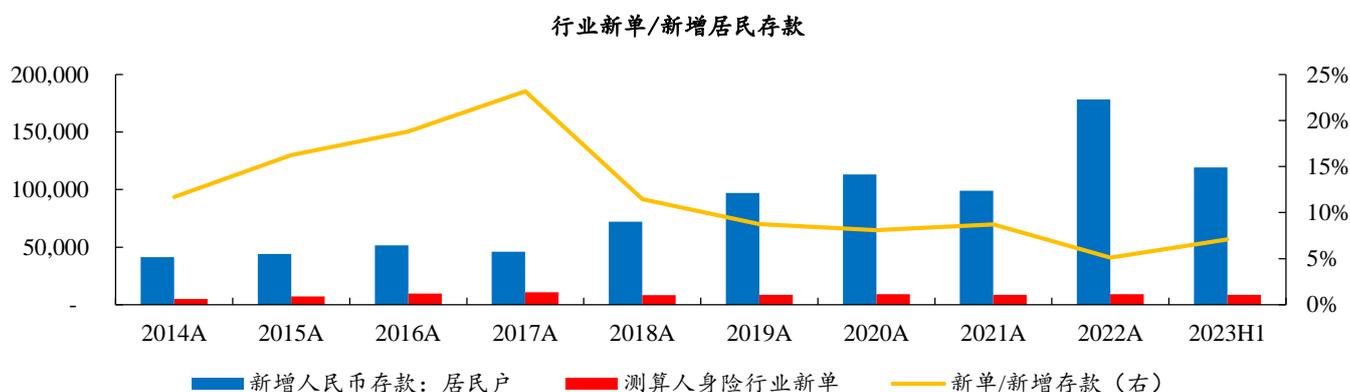
表 15: 受益标的估值表-寿险 .....	14
表 16: 受益标的估值表-财险 .....	14

## 1、储蓄型产品需求修复或优于预期，2024 年负债端展望乐观

### 1.1、产品需求修复情况或好于预期，预计 2024 年开门红业务进展良好

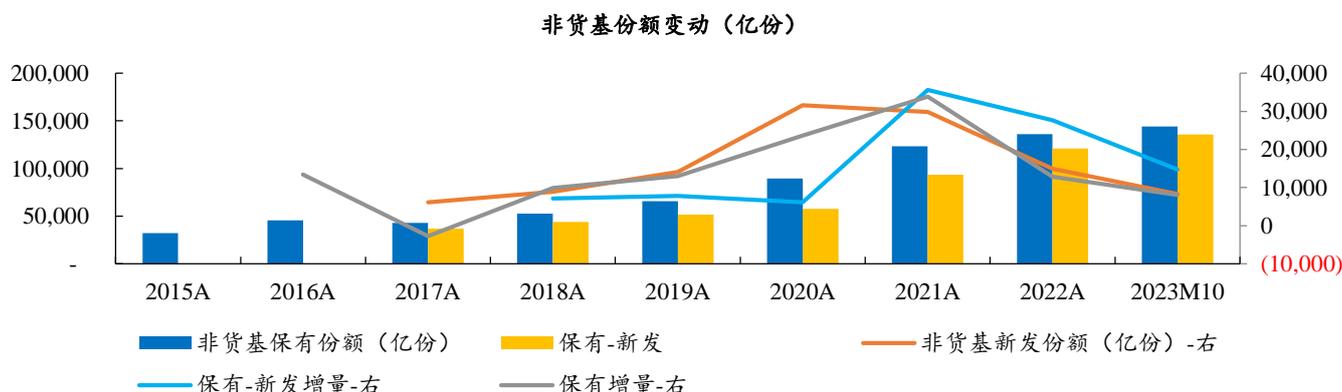
储蓄型产品需求透支情况或优于预期，低基数或为改善主因。我们以上市险企新单保费/人身险保费市占率估算行业新单，2023H1 人身险行业新单保费（估算）占比居民户新增存款比例较 2022 年有所上升，自 2022 年的 5.1%提升 2.0pct 至 7.1%，但 2023H1 比值仍低于 2014 年至 2021 年的最低值 8.1%。2022 年较低的 5.1%预计受到高存款基数以及人身险受疫情影响展业拖累新单共同作用造成，数值偏离较大。同时，金融行业其他投资理财产品如基金、银行理财、存款、信托等受权益市场波动、利率下调以及风险事件影响吸引力有所受损，保险产品吸引力相对上升。因此，我们认为 2023 年储蓄型产品释放较少地透支了后续需求，更多需求来自其他投资理财产品需求的迁移。

图1：2023H1 估算人身险行业新单占新增居民存款比例仍未回升至 2021 年水平



数据来源：国家金监局、各公司公告、Wind、开源证券研究所

图2：2023 年非货基金新发规模有所下降

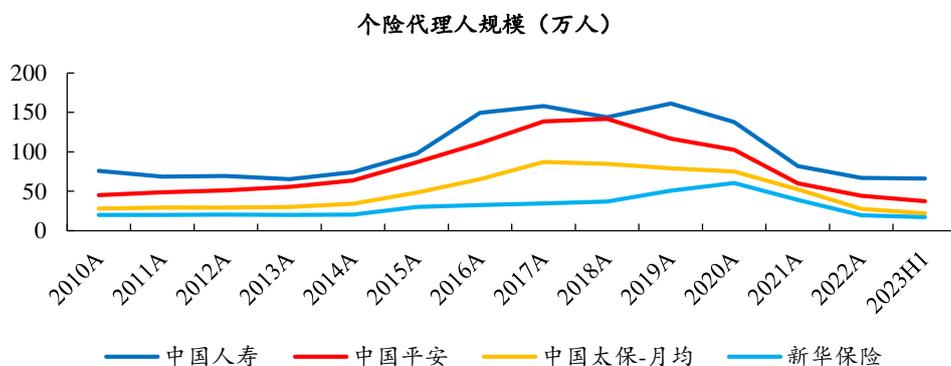


数据来源：基金业协会、Wind、开源证券研究所

月均活动代理人规模下降，或仍有大量潜在客群未被触达。随着寿险行业转型清虚提质逐步深入，行业及上市险企代理人规模有所下降，月均活动率有所改善，但月均活动人力有所下降。根据我们的寿险行业展业模型，人身险商业模式具有供给驱

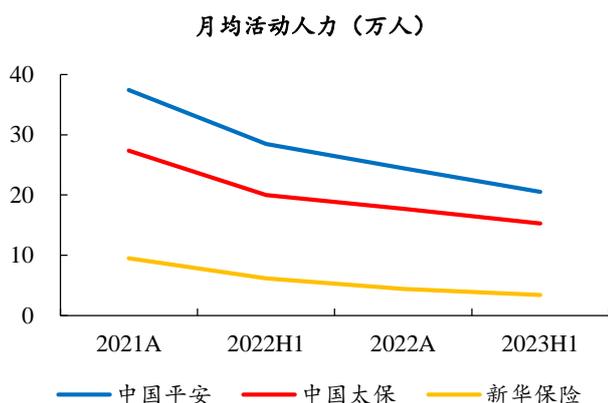
动需求的特点，若存量代理人特定时间段内触达的客户数量稳定，月均活动人力下降意味着触达客户量的下降，因此，我们预计仍有大量潜在客户仍然未被触达并激发需求。

图3：上市险企代理人规模自 2020 年起均呈现下降趋势



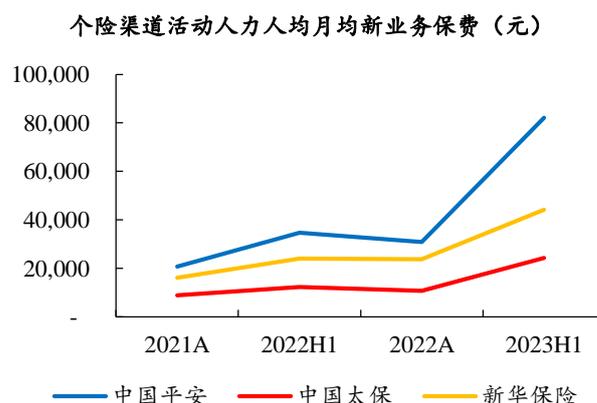
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图4：部分上市险企月均活动人力有所下降



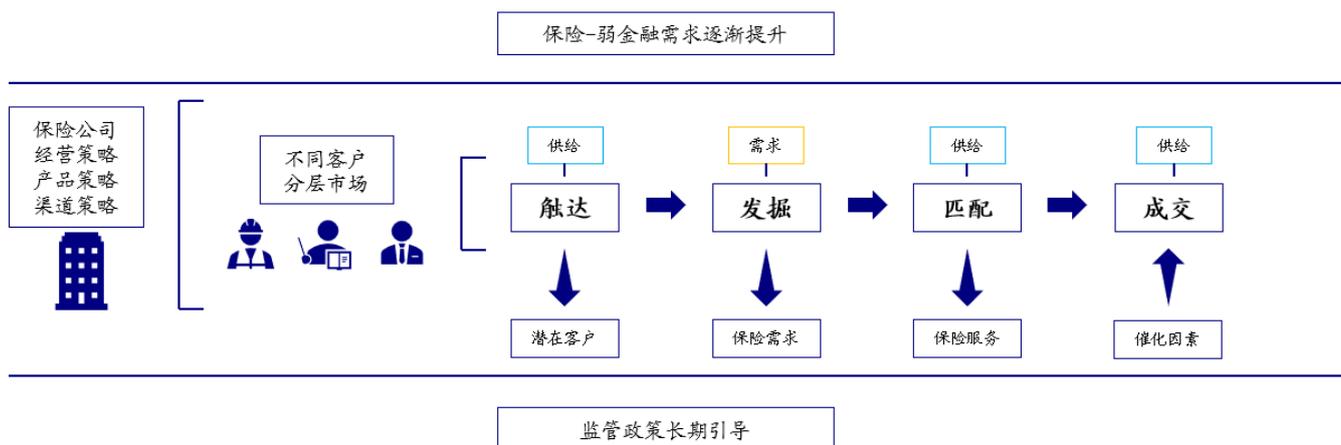
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图5：上市险企 2023H1 活动人力人均产能较 2021A 明显提升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

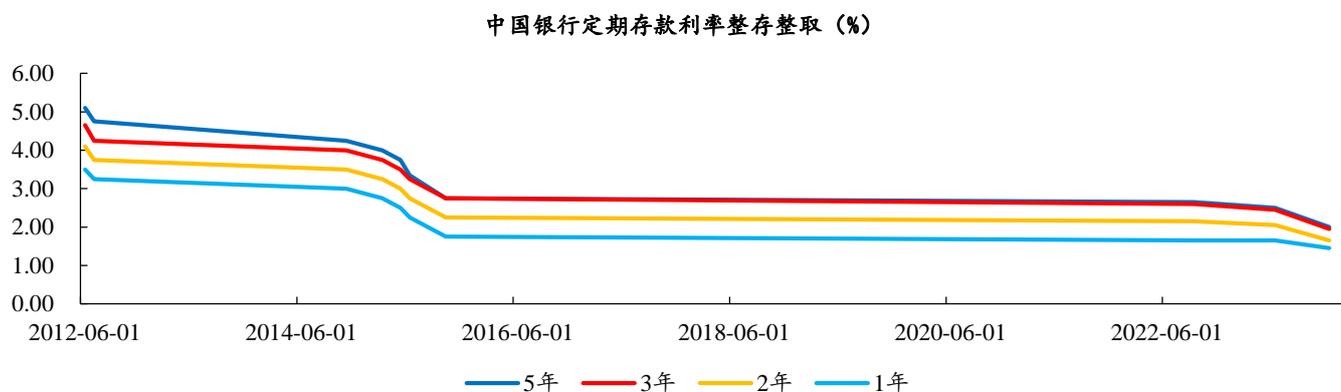
图6：我们认为人身险行业业务模式主要由供给拉动需求



资料来源：开源证券研究所

存款利率再下调，储蓄型产品吸引力被动提升，预计 2024 年开门红业务进展良好。2023 年 12 月 22 日，大行和部分股份行存款挂牌利率再次下调，2022 年 9 月至 2023 年 12 月已下调 4 次，储蓄型保险产品吸引力或进一步提升，我们预计 2024 年寿险开门红进度良好，有望优于市场预期。

图7：2023 年 12 月存款挂牌利率有所下调



数据来源：Wind、中国银行官网、开源证券研究所

表1：上市险企部分开门红产品在 20-30 年保单年度上 IRR 可以达到 2-3%水平

公司	中国人寿		中国平安		友邦保险	新华保险			
产品	鑫耀龙腾两全	鑫禧龙腾养老年金	鑫耀鸿图年金	盛世金越 (尊享版 23) 年金	盛世金越 (尊享版 23) 终身寿险	盛世稳增增额终身寿	盛世稳盈年金	友邦稳赢人生年金+投连	荣耀鑫享庆典版增额终身寿
各保单年度 IRR									
10	2.07%	2.16%	-10.92%	1.66%	1.49%	0.99%	-6.18%	-3.85%	1.11%
15	/	/	/	/	/	/	/	/	/
20	3.06%	3.11%	2.54%	2.57%	2.43%	2.24%	0.92%	0.89%	2.14%
30	3.39%	3.42%	3.10%	2.71%	2.65%	2.53%	2.31%	2.09%	2.47%

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

公司	中国人寿				中国平安			友邦保险	新华保险
35	/	/	/	/	/	/	/	2.41%	/
40	3.54%	3.57%	3.35%	2.73%	2.75%	2.66%	/	/	2.62%
50	3.64%	/	3.49%	/	2.80%	2.74%	/	/	2.70%
60	3.70%	/	3.59%	/	2.84%	2.78%	/	/	2.76%
61	3.70%	/	3.59%	/	/	/	/	/	2.76%
65	3.72%	/	3.62%	/	2.85%	2.80%	/	/	2.78%
70	/	/	/	/	/	/	/	/	/
80	/	/	/	/	/	/	/	/	/
最高 IRR	3.72%	3.57%	3.62%	2.73%	2.85%	2.80%	2.31%	2.41%	2.78%
最高 IRR 对应保单年度	65	40	65	40	65	65	30	35	65
样本标准	40 岁、男性、3 年交、保险期 8 年、年交保费 10 万元、基本保额 70150 元。	60 岁、男性、3 年交、保险期 8 年、年交保费 10 万元、基本保额 144640 元。	40 岁、男性、10 年交、保险期 15 年、年交保费 10 万元、基本保额 29410 元。	40 岁、男性、10 年交、保险期终身、年交保费 50000 元、基本保额 40.85 万元。	40 岁、男性、10 年交、保险期终身、年交保费 50000 元、基本保额 40.85 万元。	40 岁、男性、10 年交、保险期终身、年交保费 12612 元、基本保额 10 万元。	40 岁、男性、10 年交、保险期 30 年、年交保费 29928 元、基本保额 1 万元。	30 岁、男性、6 年交、保险期 35 年、年交保费 84800 元、基本保额 10 万元。	40 岁、男性、10 年交、保险期终身、年交保费 10000 元、基本保额 79320 元。

数据来源：各公司公告、保险师 APP、开源证券研究所

注：万能险结算利率设定为 4%。

## 1.2、行业内生增量仍然强劲, 预计 2023Q2 NBV 仍未恢复至 2020 年同期

产品停售带来一定超额价值增量，行业内生增量仍然强劲，2024 年或超市场预期。据财联社报道，2023 年 3 月 21 日，原银保监会组织保险行业协会预计八家寿险公司调研预定利率、投资收益以及负债成本等情况，保险产品负债成本下降预期提升，因此带来存量产品的热销，2023Q2 单季 NBV 同比明显改善，中国平安+76%、中国太保+55%。若将 2023Q1 同比线性外推为无产品停售影响的“实际”增速，2023Q2 中国平安及中国太保“实际”NBV 分别为 76.0 亿元、25.5 亿元，分别占比 2023 年预计 NBV 11.8%、7.5%，超额部分分别为 46.6 亿元、8.4 亿元，若扣除超额部分 2023 年同比分别为 20.7%、12.0%。扣除后，中国平安及中国太保仍保持相对良好同比增速，行业转型见效及供需改善带来的内生增量仍然强劲，我们预计 2024 年上市险企 NBV 同比仍能保持较好水平，有望超市场预期。

表2：中国平安、中国太保 2023Q2 单季 NBV 同比明显改善

单季 NBV	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4E
中国平安	12,589	6,984	6,275	2,972	13,702	12,258	7,614	5,871
中国太保	3,406	2,190	1,952	1,657	3,971	3,390	2,967	819
同比								
中国平安	-34%	-17%	-20%	12%	9%	76%	21%	98%
中国太保	-	-	-	30%	17%	55%	52%	-51%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

**表3: 预计中国平安、中国太保 2023 年 NBV 仍能保持较好增速**

累计 NBV	2022Q1	2022H1	2022Q3	2022A	2023Q1	2023H1	2023Q3	2023E
中国平安	12,589	19,573	25,848	28,820	13,702	25,960	33,574	39,445
中国太保	3,406	5,596	7,548	9,205	3,971	7,361	10,328	11,147
同比								
中国平安	-34%	-29%	-27%	-24%	9%	33%	30%	36.9%
中国太保	-	-45%	-38%	-31%	17%	32%	37%	21.1%

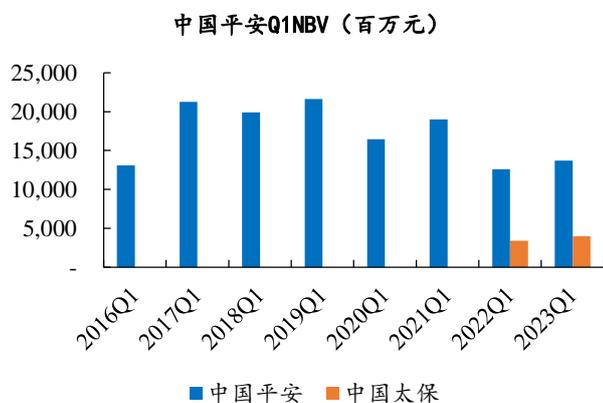
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

**表4: 扣除 2023Q2 “超额” 部分后, 预计中国平安、中国太保 2023 年 NBV 增长动能仍然强劲**

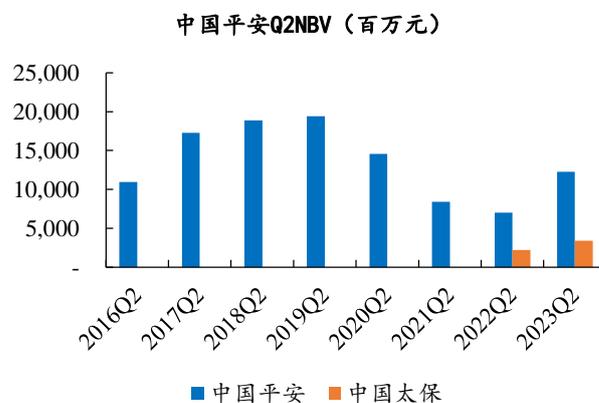
超额测算	2022Q2 NBV	“实际” 增速	2023Q2 “实际” NBV	2023Q2 NBV	超额部分	NBV 2023E	超额占比 2023E NBV	“实际” NBV2023E	同比
中国平安	6,984	8.8%	7,601	12,258	4,657	39,445	11.8%	34,788	20.7%
中国太保	2,190	16.6%	2,554	3,390	836	11,147	7.5%	10,311	12.0%

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

单季度绝对量看, 2023Q2 规模仍然处于较低水平。分拆季度看, 中国平安 2023Q2 与 2023Q3 NBV 规模仍然低于 2016-2020 年水平, 高于 2021-2022 年水平, 仍处于相对较低水平。

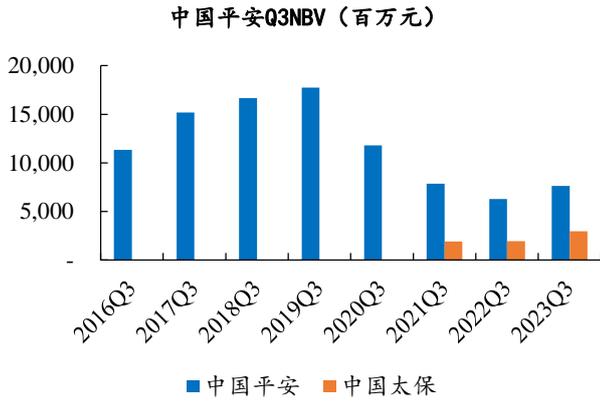
**图8: 中国平安 2023Q1 NBV 规模高于 2022 同期**


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

**图9: 中国平安 2023Q2 NBV 规模高于 2021-22 同期**


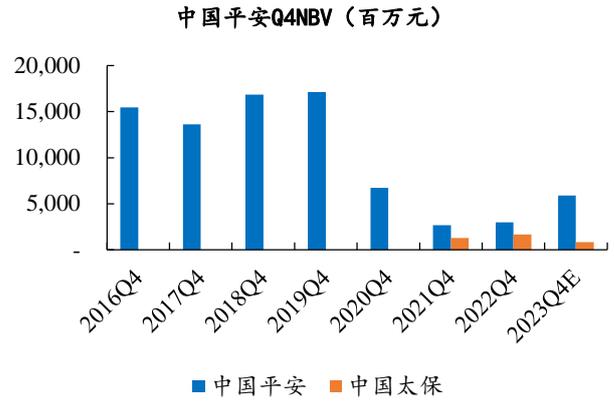
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图10: 中国平安 2023Q3 NBV 规模高于 2022 同期



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图11: 预计中国平安 2023Q4 NBV 规模将有明显改善



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

## 2、报行合一: 预计对个险影响相对有限, 仍需后续观察

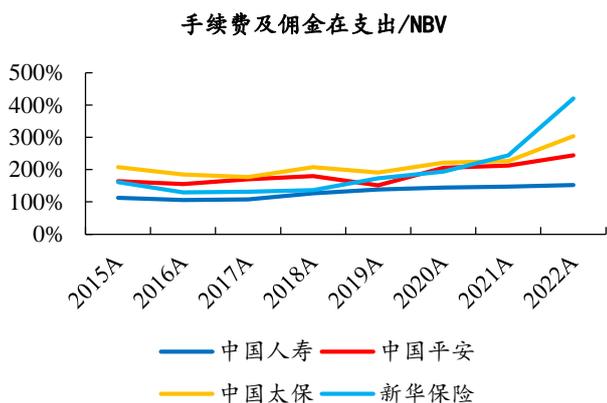
报行合一推进个险实质利好头部险企, 核心是维护消费者权益, 减少恶性竞争。部分机构担忧报行合一推行至个险, 市场过度担心后续对手续费率影响: 担忧代理人渠道手续费及佣金费率下降, 拖累代理人队伍稳定性从而影响短期新单销售。

我们认为: (1) 报行合一目的在于管控行业法外成本, 降低费差损从而降低负债成本。个险作为自营、排他渠道, 与银保、经代有本质区别, 个险恶性竞争较少、渠道价值率最高(个险价值率显著由于银保渠道), 监管更鼓励个险渠道做大做强, 且个险渠道市场格局优于银保渠道。降低代理人收入不利于后续客户服务以及消费者权益保护, 有违监管初衷。预计后续个险推行报行合一的效果与银保渠道费明显下降(银保降 30%)的结果不同, 更多是规范法外利益以及不同年期佣金、利益调节, 禁止返佣、黑产等, 短期对代理人实际佣金和新单销售影响有限。后续仍需进一步观察监管政策执行进度。

(2) 中长期看, 规范开门红、限制返佣等利于转型领先的头部险企, 依靠产品和服务优势、专业的代理人队伍, 头部险企市占率有望持续提升。

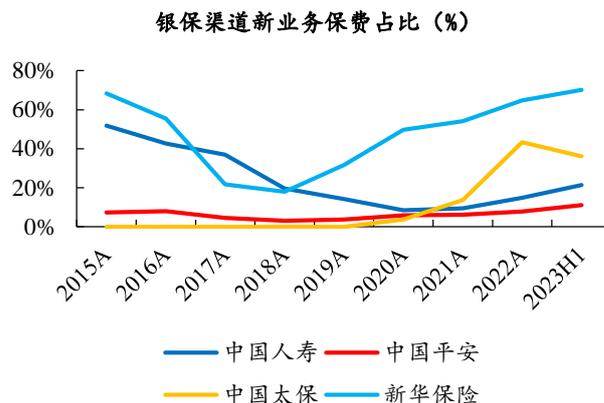
(3) 分渠道看, 银保、经代渠道降费对中小险企和中小渠道影响较大, 利于头部险企提升价值率, 降低利差损风险。整体看, 报行合一对上市头部险企利大于弊。

图12: 2020年以来上市险企费用投产比有所恶化



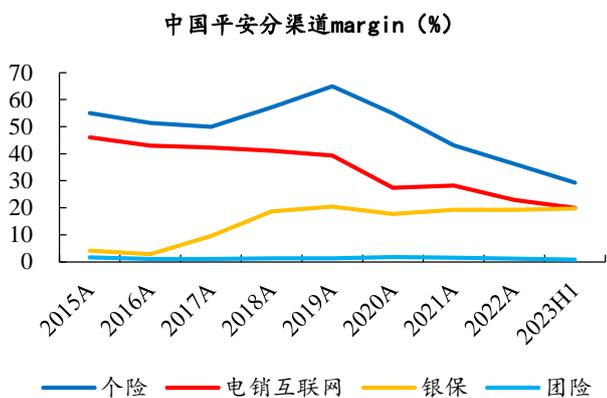
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图13: 2019年以来部分险企银保渠道占比提升



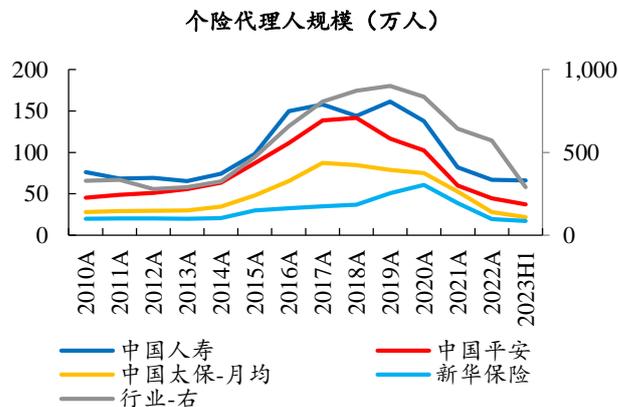
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图14: 中国平安个险渠道价值率高于其他渠道



数据来源: 中国平安公司公告、开源证券研究所

图15: 上市险企个险渠道人力集中度较高



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

注: 图表中行业2022A数据为2022H1数据, 2023H1数据为2023Q3末人身险营销员数量。

## 3、资产端: 估值已反映市场担忧, 长期盈利能力仍有保证

### 3.1、当前估值或一定程度上反映资产端担忧

上市险企不动产敞口占EV比例预计在10.9-16.5%区间。房地产敞口看, 我们将投资性不动产与非标中涉及不动产方向投资进行汇总, 预计涉及不动产投资总规模占比EV各上市险企分别为: 中国人寿16.5%、中国平安14.0%、中国太保14.0%、新华保险15.3%、中国人保10.9%。

表5: 预计上市险企不动产敞口占EV比例预计在10.9%-16.5%区间

房地产敞口测算(百万元)	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	中国人保
数据时点: 2023H1					
投资资产	5,421,819	4,615,762	2,118,655	1,259,159	1,379,818
EV规模	1,311,669	1,492,923	537,114	266,479	378,809
投资性不动产	12,973	126,271	10,894	9,465	16,002

房地产敞口测算（百万元） 数据时点：2023H1	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	中国人保
投资性不动产占比投资资产	0.2%	2.7%	0.5%	0.8%	1.2%
投资性不动产占比EV	1.0%	8.5%	2.0%	3.6%	4.2%
预计占比投资资产	4.0%	4.5%	5.0%	3.2%	3.0%
预计占比EV	16.5%	14.0%	14.0%	15.3%	10.9%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

**表6：预计上市险企非标中不动产规模占比EV比例在11.7-14.0%区间**

非标情况 2023H1	中国平安	非标情况 2023H1	中国太保	非标情况 2023H1	新华保险
不动产投资余额	209,393	非公开市场融资工具	408,892	非标资产	183,703
物权	75.6%	不动产占比	15.70%	与同业接近假设值	17%
股权	5.7%	不动产规模	64,196	测算规模	31,230
债权	18.7%	占比投资资产	3.0%	占比EV	11.7%
占比投资资产	4.5%	占比EV	12.0%	-	-
占比EV	14.0%	-	-	-	-

数据来源：各公司公告、开源证券研究所；数据单位：百万元。

**预计上市险企投资收益率下调对EV影响有限。**基于上市险企披露的EV敏感性信息，我们预计上市险企投资收益率假设下调50BP、风险贴现率同步下调100BP（1:2下调），对上市险企EV影响规模相对可控：中国人寿-4.8%、中国平安-5.1%（1:1下调）、中国太保-4.6%、新华保险-5.4%。

**表7：上市险企投资收益率假设下调50BP对EV影响有限**

1:1 下调50BP-EV	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023H1
中国人寿	-6.5%	-6.4%	-6.5%	-6.3%	-6.8%	-7.0%
中国平安	-3.3%	-3.5%	-4.4%	-4.6%	-5.0%	-5.1%
中国太保	-5.9%	-5.8%	-5.4%	-5.5%	-5.9%	-6.1%
新华保险	-5.7%	-5.7%	-5.9%	-6.2%	-6.9%	-7.2%
1:2 下调50BP-EV	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023H1
中国人寿	-4.0%	-4.0%	-4.2%	-4.2%	-4.7%	-4.8%
中国平安	-	-	-	-	-	-
中国太保	-3.9%	-3.9%	-3.7%	-3.8%	-4.3%	-4.6%
新华保险	-3.6%	-3.7%	-4.0%	-4.4%	-5.1%	-5.4%
1:3 下调50BP-EV	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023H1
中国人寿	-1.6%	-1.7%	-1.9%	-2.1%	-2.5%	-2.7%
中国平安	-	-	-	-	-	-
中国太保	-1.9%	-2.0%	-1.9%	-2.1%	-2.7%	-3.0%
新华保险	-1.5%	-1.8%	-2.1%	-2.6%	-3.3%	-3.6%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

**当前估值或一定程度上反映资产端悲观预期。**投资收益率假设以及地产端结合来看：即使投资收益率假设下调250BP至2.5%（线性估算EV影响），叠加地产端敞口全部折价，各家险企仍然相较目前EV仍然剩余：中国人寿59.3%EV、中国平安60.5%EV、

中国太保 63.2%EV、新华保险 57.7%EV, 当前动静态 PEV 或已反映资产端悲观预期。

**表8: 当前估值或已反映部分资产端悲观预期**

1:2 下调-EV 敏感性	50BP-4.5%	100BP-4%	150BP-3.5%	200BP-3%	250BP-2.5%	地产折价-50%	地产折价-100%
中国人寿	-4.8%	-9.7%	-14.5%	-19.4%	-24.2%	-8.3%	-16.5%
中国平安	-5.1%	-10.2%	-15.3%	-20.4%	-25.4%	-7.0%	-14.0%
中国太保	-4.6%	-9.1%	-13.7%	-18.2%	-22.8%	-7.0%	-14.0%
新华保险	-5.4%	-10.8%	-16.2%	-21.6%	-27.0%	-7.6%	-15.3%

地产-50%折价 对应 PEV 估值	50BP-4.5%	100BP-4%	150BP-3.5%	200BP-3%	250BP-2.5%	当前静态 pev	当前动态 pev
中国人寿	86.9%	82.0%	77.2%	72.4%	67.5%	60.3%	57.9%
中国平安	87.9%	82.8%	77.7%	72.6%	67.5%	47.2%	45.6%
中国太保	88.5%	83.9%	79.3%	74.8%	70.2%	41.8%	38.6%
新华保险	87.0%	81.5%	76.1%	70.7%	65.3%	35.2%	34.3%

地产-100%折价 对应 PEV 估值	50BP-4.5%	100BP-4%	150BP-3.5%	200BP-3%	250BP-2.5%	当前静态 pev	当前动态 pev
中国人寿	78.6%	73.8%	68.9%	64.1%	59.3%	60.3%	57.9%
中国平安	80.9%	75.8%	70.7%	65.6%	60.5%	47.2%	45.6%
中国太保	81.5%	76.9%	72.3%	67.8%	63.2%	41.8%	38.6%
新华保险	79.3%	73.9%	68.5%	63.1%	57.7%	35.2%	34.3%

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

注: 中国平安投资收益率及风险贴现率假设下调比例为 1:1; 数据截至 2023 年 12 月 26 日。

结合目前上市险企大类资产配置占比以及历史投资收益率水平, 极度悲观假设下, 险企可通过提升高股息等权益资产占比及其他方式职称投资收益率, 预计保险公司仍可实现 2.8% 投资收益率。

**表9: 极度悲观假设下, 预计保险公司仍可实现 2.8% 投资收益率**

投资收益率假设	中性假设		悲观假设		极度悲观假设	
大类资产	占比	投资收益率假设	占比	投资收益率假设	占比	投资收益率假设
现金	3.0%	0.2%	3.0%	0.0%	3.0%	0.0%
定期存款	7.0%	2.5%	7.0%	1.0%	0.0%	0.0%
债权类	61.0%	4.1%	61.0%	3.1%	61.0%	1.5%
权益类(含长股投)	23.4%	8.1%	23.4%	7.4%	30.4%	5.5%
投资性房地产	1.5%	6.0%	1.5%	4.0%	1.5%	4.0%
其他	4.1%	3.0%	4.1%	3.0%	4.1%	3.0%
总计	100%	4.8%	100%	3.9%	100%	2.8%

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

### 3.2、负债成本有望随产品销售结构改善及新定价产品销售进一步改善

负债成本有望随新定价产品及产品销售结构改善进一步降低。依据中国平安披露的利源三差占比及测算假设, 若预定利率为 3.5%, 长期保障型产品负债成本或为 0.7%, 其他产品负债成本或为 1.86%, 预计分别能够贡献约 2.8%、1.6% 的死差、费差益。

同时，考虑到产品结构及测算误差等影响，我们下调了其他产品的死差、费差益至1.0%，并将产品预定利率降至3.0%（长期保障型预定利率及死费差益保持不变），参考上市险企产品结构设定模型产品结构，在4.5%/4.0%/3.5%投资收益率假设下，负债成本分别为2.70%/2.49%/2.28%，且新定价产品及产品销售结构改善或进一步压低负债成本。

**表10：中国平安长期保障型产品利差占比低于死差、费差**

中国平安-新业务价值	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	测算假设占比
利差	34%	36%	34%	35%	41%	45%
死差、费差等其他差	66%	64%	66%	65%	59%	55%
长期保障型-利差	22%	25%	24%	25%	29%	35%
长期保障型-死差、费差	78%	75%	77%	75%	72%	65%

数据来源：中国平安公司公告、开源证券研究所

**表11：测算中国平安长期保障型产品负债成本或为0.71%**

长期保障型	长期投资收益率假设	预定利率	差（益）
利差	5.00%	3.50%	1.50%
死差、费差	-	-	2.79%
负债成本	0.71%	-	-

数据来源：中国平安公司公告、开源证券研究所

**表12：测算中国平安其他产品负债成本或为1.86%**

其他产品	长期投资收益率假设	预定利率	差（益）
利差	5.00%	3.50%	1.50%
死差、费差	-	-	1.64%
负债成本	1.86%	-	-

数据来源：中国平安公司公告、开源证券研究所

**表13：万能型产品负债成本或高于其他产品**

其他产品-非分红型	长期投资收益率假设	预定利率	利差/死差、费差等其他差
利差	5.00%	3.00%	2.00%
死差、费差	-	-	1.00%
负债成本	2.00%	-	-
其他产品-分红型	投资收益率假设	预定利率	利差
利差	4.50%	2.50%	2.00%
死差、费差	-	-	1.00%
负债成本	2.90%	-	-
万能型产品	投资收益率假设	保底利率	假设结算
利差	4.50%	2.50%	4.28% (95%)
死差、费差	-	-	-
负债成本	4.28%	-	-

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：分红型产品按照利息盈余的70%给付保单红利（未考虑死亡盈余，负债成本偏低）；万能型产品按照投资收益率的95%结算。

**表14：投资收益率假设 4.5%时对应负债成本或为 2.7%**

假设产品结构占比	占比
长期保障型产品	7.0%
其他产品-分红型占比	50.0%
其他产品-传统型占比	43.0%
万能险占比（额外计算）	8.0%
输出负债成本（投资收益率 4.5%）	2.70%
输出负债成本（投资收益率 4.0%）	2.49%
输出负债成本（投资收益率 3.5%）	2.28%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

## 4、投资建议

开门红全面铺开，供需两端有望支撑一季度 NBV 超预期，关注资产端预期改善。进入 2023 年 12 月，险企全面开启开门红业务，多数险企通过预录方式销售，符合监管不大幅提前预扣款的规定。从此前全年收官情况看，此前透支的需求已有明显恢复，养老、储蓄需求仍然旺盛，叠加供给端个险转型见效和银保以量补价的驱动，供需两端有望支撑 2024 年一季度 NBV 超预期。近期保险股超额下跌主要受资产端、负债端和政策端担忧影响，目前上市险企 PEV 估值位于历史底部位置，充分反应市场悲观预期，开门红超预期有望明显缓解负债端担忧，经济复苏利好资产端改善，保险股兼具 beta 弹性和负债端阿尔法，继续看好板块左侧机会，推荐中国太保、中国人寿、中国平安。推荐盈利稳健、高股息率的中国财险。

**表15：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	2024/1/2	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2022A		2023E
601628.SH	中国人寿	27.99	43.54	47.74	52.11	0.64	0.59	0.54	15.43	16.07	1.81	1.74	买入
601318.SH	中国平安	39.47	77.89	85.82	94.55	0.51	0.46	0.42	46.97	53.84	0.84	0.73	买入
601601.SH	中国太保	23.82	54.01	59.14	64.96	0.44	0.40	0.37	23.75	24.69	1.00	0.96	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所

**表16：受益标的估值表-财险**

当前股价及评级表			EPS		PE			BVPS		PB		评级	
证券代码	证券简称	2024/1/2	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2022A		2023E
2328.HK	中国财险	9.22	1.34	1.58	1.88	6.86	5.84	4.90	10.56	11.41	0.87	0.81	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上表数据单位为港元；换算汇率为 1 港元兑换 0.91 元人民币。

## 5、风险提示

保险需求复苏不及预期；长端利率超预期下行。

## 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