

保险 II 行业点评报告

明确附加费用即可用总费用水平，银保价值有望超预期释放

增持（维持）

2024 年 01 月 22 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

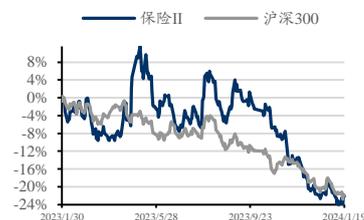
研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002
luoyk@dwzq.com.cn

投资要点

- **事件：1 月 19 日，国家金融监督管理总局下发《关于规范人身保险公司银行代理渠道业务有关事项的通知》，强化“报行合一”监管。监管思路一脉相承，《通知》旨在从源头解决此前银保渠道通过利差补贴费差的高举高打费用乱象。**
- **明确附加费用即可用的总费用水平，头部险企品牌优势得以显现，固定费用分摊标准实际执行对中小公司压力较大。金监总局要求银行代理渠道销售的产品在备案时于精算报告中明确列示各交费期附加费用率和附加费用率结构。附加费用即可用的总费用水平，是固定费用与浮动费用之和，包含向银行支付的佣金率、银保专员的薪酬激励、培训及客户服务费、分摊的固定费用等。费用信息公开有利于从源头压降渠道费用、治理销售乱象、保护消费者权益。监管强调佣金率应列明上限，解决了通过信息费等其他间接费用变相突破费用率管控的问题。根据此前部分地区银保自律公约，银保手续费率上限（FYC/FYP）对应 1 年/3 年/5 年/10 年期缴分别为 3%/9%/14%/18%。老六家按照上述费率打九折执行上限，此前部分小公司溢价率甚至超过数倍（平均附加费用率是指保单各期预定附加费用精算现值之和占保单毛保费精算现值之和的比例，由于绝大部分的银保中收仅收取首年佣金，包括趸交和期缴在内有且仅有首年收取佣金，用 FYC/FYP 来代表手续费率，契合传统银保渠道“短平快”打法）。我们认为银保渠道明确附加总费用管控，有助于营造行业健康竞争生态，中小公司通过费用比拼的粗放式发展难以为继，大型保险公司的品牌优势得以显现。值得注意的是，中小险企在银保渠道固定费用分摊实务中存在规模劣势，新规下如何实现合理的费用分摊以保证不超出附加费用率存在压力。**
- **总公司与分支机构均要求严格统一执行，银保价值释放有望成为 2024 年行业寿险 NBV 增长胜负手。**银保合作实务中，总公司与总行签订总协议，各地分公司与分行再确定合同费率，存在费用不一致的空间。实务中部分商业银行总行甚至鼓励各分行与险企分公司进行费率溢价，以体现支行与客户经理的销售能力和储备能力。金监总局要求分支机构按总公司要求落实“报行合一”工作，总公司将落实主体责任。《通知》中提出总公司应强化内部监督管理，强化回溯分析。公司将加强费用真实性管理，将“报行合一”执行情况纳入内部审计项目，及时调整或停售实际费用率高于精算假设或费用结构不合理的产品。考虑到当前银行对中收的迫切渴望和居民对保本理财的需求释放，预计 2024 年银保渠道仍将起到新单和价值的补充作用。银行或通过“以量补价”的方式加大对保险代销的投放，同时行业头部集中度有望进一步提升。中小机构通过费率优势打开合作渠道的粗放式竞争手段难以为继。积极探索高内涵价值发展路径与银保合作新模式是行业共同课题，银保自律公约利好头部险企深化合作。1H23 上市险企合计实现银保渠道 NBV 达 110.94 亿元，占全渠道 NBV 比例达 15.4%，我们预计 2024 年银保渠道 Margin 或提升至 10% 以上，推动整体价值贡献至 20% 以上。
- **金融工作会议召开后，在监管“长牙带刺”的引导下，“报行合一”实际执行力度和效果有望得到充分保证。**此前金监总局已对各渠道“报行合一”三令五申，保险公司、保险行业协会与监管部门将在监管方面共同发力。《通知》强调，保险公司应通过回溯分析、内部审计等方式加强内部费用管理；保险行业协会应强化自律、交流、宣传的职能，宣导“报行合一”政策，形成全行业自觉落实“报行合一”、推动健康发展的浓厚氛围；各监管局应开展“报行合一”专项现场检查，通过“四不两直”方式发现问题线索，并结合非现场监测数据科学精准立案，做到快立、快查、快处。
- **投资建议：明确附加费用即可用的总费用水平，银保价值有望超预期释放。我们认为寿险股投资仍在左侧，但是绝对收益性价比非常突出，随着寿险估值弹簧压缩至历史新低，机会正在酝酿。财险股的防御性上涨短期仍将延续。推荐：中国平安、中国太保，新华保险，关注中国财险。**
- **风险提示：实际费用管控成效低于预期，竞品表现超出预期**

行业走势



相关研究

《上市险企 12 月保费数据点评：收官与开门红两手抓，开门红表现稳中有进》

2024-01-17

《定期存款利率再下调，对保险影响几何？》

2023-12-22

表1: 《关于规范人身保险公司银行代理渠道业务有关事项的通知》总结

	科学审慎设计产品	<p>保险公司应当根据自身发展水平、经验数据和管理能力，充分考虑保单周期、交费周期和退保率假设等因素，科学确定纯风险保费和附加费用率的水平。</p>
科学设计和备案产品	列明附加费用率的期限和结构	<p>银行代理渠道销售的产品在备案时，应当在精算报告中明确列示各交费期附加费用率和附加费用率结构。</p> <p>附加费用率即可用的总费用水平，包含向银行支付的佣金率、银保专员的薪酬激励、培训及客户服务费、分摊的固定费用等，其中佣金率应列明上限。</p>
	明确责任落实	<p>总公司应当建立健全银行代理渠道的业务、财务、内控及预算考核机制，确保下属分支机构有效落实“报行合一”要求。</p> <p>分支机构应当按总公司要求严格落实“报行合一”工作。</p>
健全内控机制建设	加强费用真实性管理	<p>保险公司应当严肃财经纪律，细化银行代理渠道费用管理办法并严格执行。</p> <p>按照实质重于形式的原则，明确各类费用科目列支的具体要求，根据费用事项实质与受益对象认定专属费用和共同费用，共同费用应建立费用分摊机制。</p>
	严格规范佣金支付	<p>保险公司应当按照经备案的产品精算报告执行费用政策，向银行代理渠道支付的佣金不得超过列示的佣金率上限，不得直接或间接以出单费、信息费等名义向银行代理渠道支付佣金以外的任何费用。</p>
强化内部监督管理	加强回溯分析	<p>保险公司应当根据实际经营结果，定期对费用假设开展回溯分析。发现实际费用率高于精算假设或费用结构不合理的，应当及时对费用水平或费用结构进行调整，确保持续满足“报行合一”要求，必要时应先行停售相关产品。</p>
	发挥内部审计监督作用	<p>保险公司应当将“报行合一”执行情况纳入内部审计项目，加大对各部门、各级分支机构的专项审计，强化银保业务财经纪律监督。</p>
	加强非现场监管	<p>保险公司法人机构监管局应当重点关注总公司的内控制度建设情况，科学设定数据指标，监测“报行合一”是否得到有效落实。</p> <p>各监管局应当加强对保险公司分支机构的非现场监测，对业务增速、费用水平等存在异常的，及时预警并进行早期干预。</p>
统筹开展非现场监管和现场检查	加强现场检查	<p>各监管局应开展保险公司“报行合一”专项现场检查，鼓励通过“四不两直”方式发现问题线索，并结合非现场监测数据科学精准立案，做到快立、快查、快处。</p> <p>检查重点关注佣金水平超支、费用不真实、渠道套利、账外支付等问题，必要时向银行延伸检查，发现账外暗中收取、输送利益等商业贿赂行为的，及时按程序向公安司法、纪检监察机关进行移交。</p>
形成同管共治合力	发挥自律组织和基础设施作用	<p>中国保险业协会应强化自律、交流、宣传的职能，宣导“报行合一”政策，形成全行业自觉落实“报行合一”、推动健康发展的浓厚氛围。</p> <p>中国银保信公司应持续优化人身保险产品智能检核系统，强化产品风险监测、预警、回溯等功能，为落实好“报行合一”提供科技支撑和技术保障。</p>

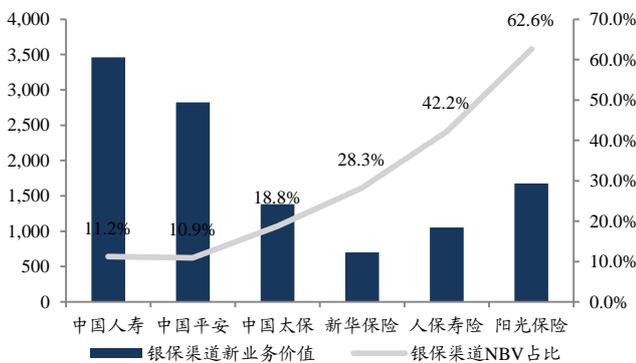
数据来源：国家金融监督管理总局，东吴证券研究所

图1：上市险企银保渠道有望实现量价齐升，严监管下银行渠道将严格遵守“报行合一”要求

中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险
<ul style="list-style-type: none"> 银保渠道把握市场趋势，深化拓宽银行合作，实现保费规模快速提升。1H23银保渠道总保费达620.66亿元，同比增长45.7%。坚持深化结构转型，提升中长期产品配置，业务结构优化明显。首年期交保费达172.94亿元，同比增长59.2%。5年期及以上首年期交保费达75.27亿元，占首年期交保费的比重为43.52%，同比提升11.20个百分点。 银保渠道持续加强客户经理队伍专业化、科技化能力建设，队伍质态稳步提升。1H23末银保渠道客户经理达2.3万人，季均实动人力同比提升13.8%，人均期交产能同比大幅提升。 	<ul style="list-style-type: none"> 深化战略转型，实现高质量、跨越式价值增长。1H23银保渠道实现NBV可比口径下，同比增长174.7%。银行合作方面，平安寿险与平安银行深化独家代理模式，协助银行建立专业化私人财富管理专家——新优才队伍，该团队已招募超2,000人，结合具体场景和客户触点，将保险融入客户的整个财富管理体系，保险销售能力大幅提升，价值贡献再创新高。 平安寿险积极夯实外部银行合作关系，推动网点经营标准化，强化队伍专业化能力，人均产能大幅提升 	<ul style="list-style-type: none"> 以价值增长为核心，坚定银保渠道高质量发展。持续强化渠道突破，深化网点经营，固化引领动作，夯实基础管理，促进队伍能级跃升，深化产品服务推动，完善客群精细化分层经营。 1H23银保渠道实现规模保费221.45亿元，同比增长7.7%，其中期缴新保规模保费65.74亿元，同比增长460.0%；期缴保费在新保中占比32.7%，同比提升26.7个百分点。银保渠道NBV同比增长305.0%，NBV占比同比提升12.7个百分点 	<ul style="list-style-type: none"> 1H23银保渠道以“客户需求”为导向，加强推动终身寿险、年金险等产品满足客户多样化需求，不断深化业务的期文化、长期化转型发展，深耕合作渠道，推动主力合作渠道期交业务全面正增长，队伍和网点产能全面提升 银代渠道加快推进银行签约，深耕重点银行合作，着力强化私行拓展及高客经营

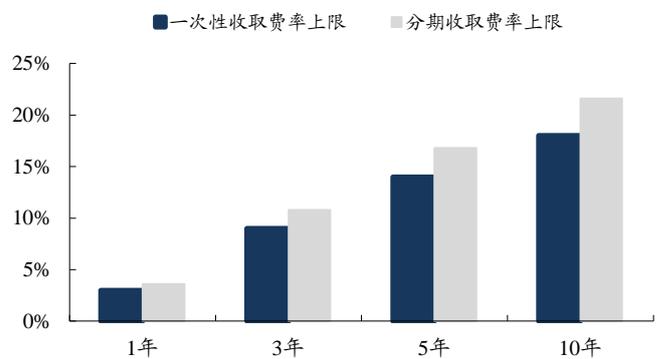
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：1H23上市险企银保渠道价值贡献和价值率水平
(单位：百万元，%)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：银保手续费率上限 (FYC/FYP) 对应 1年/3年/5年/10年期缴分别为 3%/9%/14%/18%



数据来源：国家金融监管总局，各地保险行业协会，东吴证券研究所

表2: 上市险企估值表 (以 2024 年 1 月 19 日股价计)

代码	公司名称	收盘价	EVPS (元)				P/EV			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601318.SH	中国平安	39.20	77.89	81.37	86.99	89.79	0.50	0.48	0.45	0.44
601628.SH	中国人寿	25.89	43.54	46.35	50.26	54.22	0.59	0.56	0.52	0.48
601601.SH	中国太保	22.16	54.01	60.17	64.92	69.35	0.41	0.37	0.34	0.32
601336.SH	新华保险	28.83	83.94	89.20	96.40	103.82	0.34	0.32	0.30	0.28

代码	公司名称	收盘价	EPS (元)				P/E			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601318.SH	中国平安	39.20	4.58	5.27	7.98	8.62	8.55	7.44	4.91	4.55
601628.SH	中国人寿	25.89	1.14	0.64	1.52	1.65	22.81	40.72	17.06	15.67
601601.SH	中国太保	22.16	2.56	3.02	3.54	3.95	8.66	7.34	6.26	5.62
601336.SH	新华保险	28.83	3.15	3.02	3.99	4.38	9.16	9.55	7.23	6.59

代码	公司名称	收盘价	BVPS (元)				P/B			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601318.SH	中国平安	39.20	46.05	47.75	52.32	56.72	0.85	0.82	0.75	0.69
601628.SH	中国人寿	25.89	15.43	15.75	17.18	18.44	1.68	1.64	1.51	1.40
601601.SH	中国太保	22.16	23.75	27.29	29.79	32.50	0.93	0.81	0.74	0.68
601336.SH	新华保险	28.83	32.98	35.26	38.60	42.05	0.87	0.82	0.75	0.69

代码	公司名称	收盘价	BVPS (元)				P/B			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
2328.HK	中国财险	9.51	9.57	10.74	11.93	13.13	0.91	0.81	0.73	0.67

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=0.9196 元人民币汇率计算, 数据更新至 2024 年 1 月 19 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。

单击或点击此处输入文字。

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>