

保险 II 行业点评报告

反弹 β 最强音，右侧机会显现，优选超跌个股 增持（维持）

2024 年 01 月 25 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

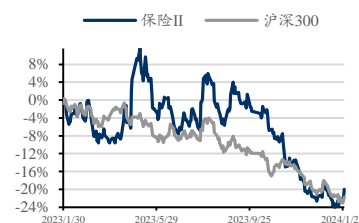
研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002
luoyk@dwzq.com.cn

投资要点

- 事件：1 月 24 日，央行行长潘功胜在国新办新闻发布会上表示：将于 2 月 5 日下调存款准备金率 0.5 个百分点，向市场提供长期流动性约 1 万亿元；1 月 25 日将下调支农支小再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，并持续推动社会综合融资成本稳中有降。国资委相关负责人表示将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。
- 央行全面降准 50bps，政策的幅度、试点和组合超预期。本次降准一方面是为缓解当前较大的流动性压力，另一方面也是为后续利好政策的进一步发力提供空间，经济复苏预期再度强化。当前保险估值的主要矛盾不是负债端而是资产端，核心在于宏观经济预期和权益市场对业绩的拖累。降准更有助于推动经济复苏进程加快，帮助市场确立信心，助力估值更快进入修复通道。
- 上市险企多为央企国企，有望充分受益于国资委对市值管理考核。国资委研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。A 股上市险企中，中国人保（2022 年末财政部直接持股 60.8%）、中国人寿（2022 年末财政部独资控股的国寿集团直接持股 68.4%）和新华保险（2022 年末汇金直接持股 31.3%）为中央国有企业，中国太保为上海地方国有企业。
- 2023 年保险股净利润降幅已在股价 price-in，关注高股息板块持续表现对保险权益投资收益带来的戴维斯双击。若后续沪深 300 底部确立走强，有望迎来戴维斯双击（权益投资同比改善+估值修复）。当前保险资金是市场增量资金的重要风向标。随着近期高股息策略获取超额收益，保险资金权益投资收益有望拾级而上，在同期低基数下有望对利润实现正向贡献。我们预计上市险企 2023 年净利润同比降幅为 22.5%，主要系公司追溯调整新保险合同快速准则，若与 2022 年年报未追溯的口径相比，净利润同比降幅为 3.6%，保持稳定。我们预计 2023 年年报每股现金分红整体水平与 2022 年年报基本相当。截至 2024 年 1 月 24 日，A 股上市险企 2024 年动态股息率由高至低分别为中国平安（6.3%）、中国太保（5.2%）、新华保险（4.1%）、中国人保（4.1%）和中国人寿（2.4%）。目前来看中国平安现金分红挂钩营运利润，有望熨平资本市场波动，保持每股分红总体稳定。中国太保在新准则下明确提出将参考营运利润，综合考虑盈利情况、战略布局、业务发展需要、偿付能力水平等因素。
- 负债端表现无虑，2024 年新单和价值增长的胜负手来自银保渠道价值释放和个险报行合一后核心队伍产能持续放量。2024 年开门红进度符合预期，由于同期节奏差异，新单和价值同比将显著分化，考虑到上年同期春节错位影响，1 月内部各类口径增速有望逐周回暖。监管强化银保“报行合一”监管，明确附加费用即可用总费用水平，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。监管正在研究个险版“报行合一”，但距离实际落地仍有较长时间。目前看鼓励将法外费用并入法内仍是主要指导思想之一。
- 投资建议：我们认为寿险股投资机会正逐步从左侧转向右侧。自 8·28 降印花税以来，保险股受持续低利率环境压制，估值迭创历史新低，保险股领跌金融板块，当前估值掣肘仍在于经济预期。反弹 β 最强音，右侧机会显现，优选超跌个股，**推荐中国太保，中国人寿，中国平安和高股息的中国财险。**
- 风险提示：1) 长端利率持续下行；2) 经济复苏不及预期

行业走势



相关研究

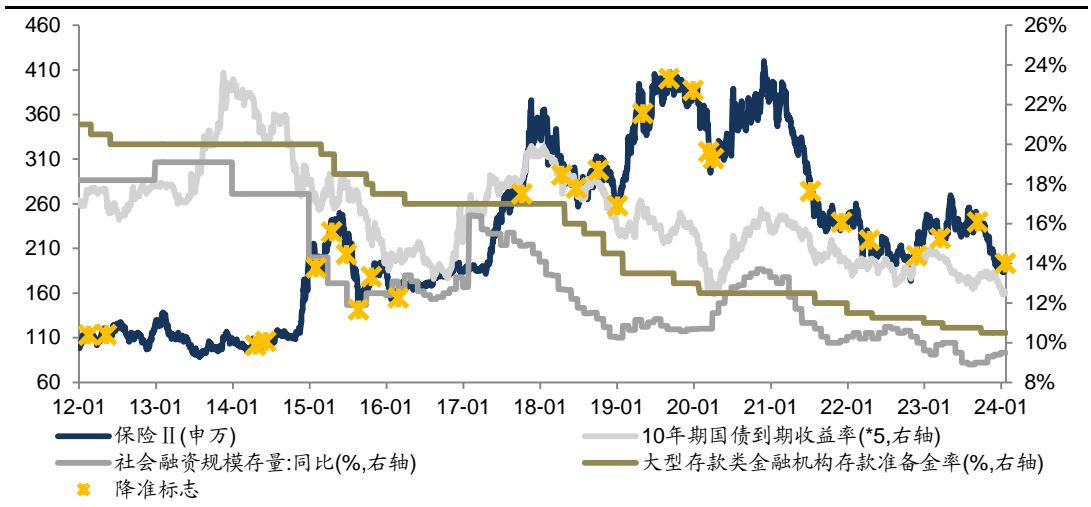
《明确附加费用即可用总费用水平，银保价值有望超预期释放》

2024-01-22

《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

图1: 降准公告日后保险板块表现一览图



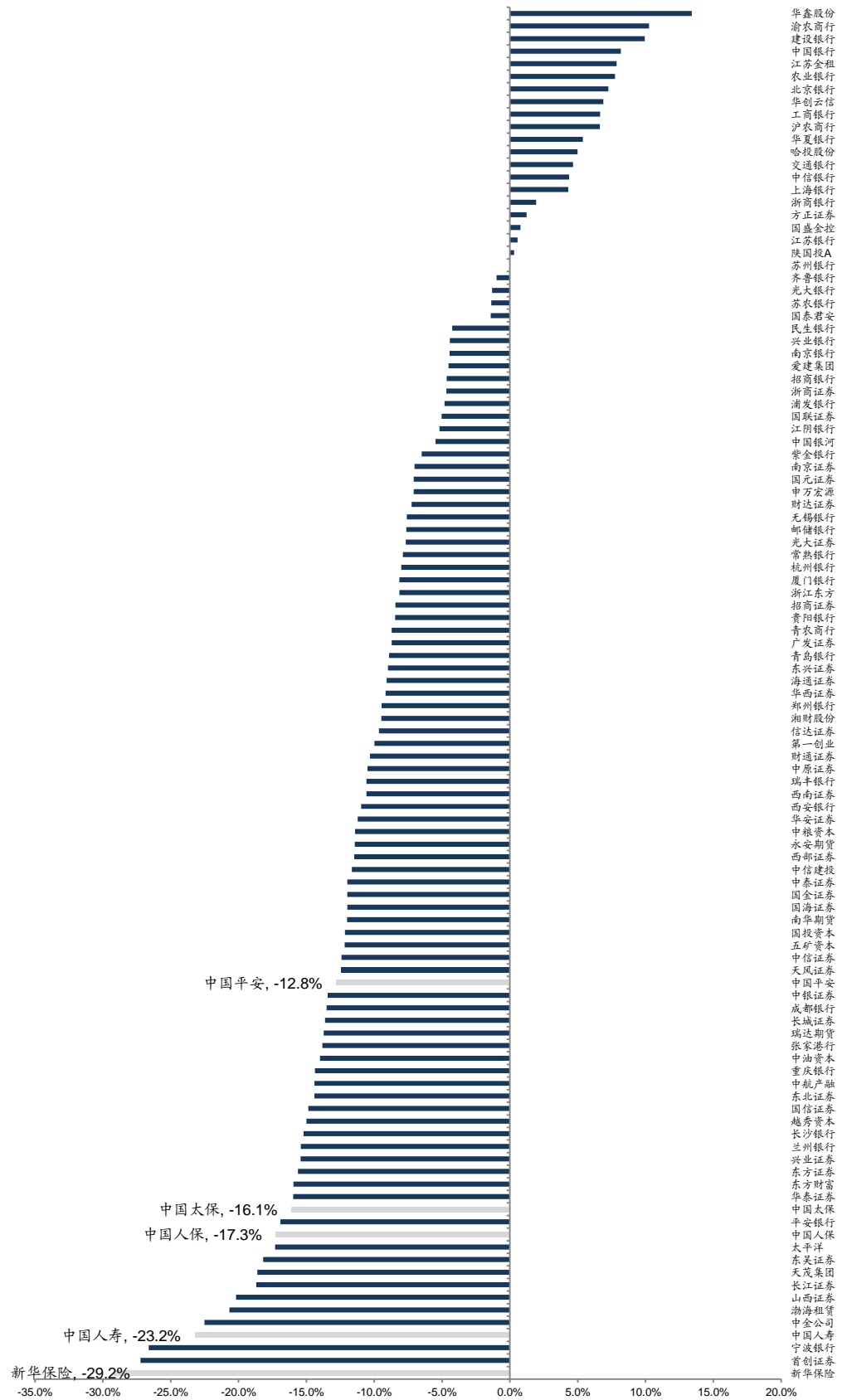
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表1: 降准公告日后保险板块表现一览图

公告时间	星期	下一交易日	调整幅度 (BPS)	申万保险II指数次日 涨跌	申万保险II指数超额 收益	沪深300指数次日 涨跌
2024/1/24	3	2024/1/25	50			
2023/9/14	4	2023/9/15	25	-0.1%	0.2%	-0.3%
2023/3/17	5	2023/3/20	25	-0.9%	-0.5%	-0.5%
2022/11/25	5	2022/11/28	-25	-2.6%	-1.9%	-0.7%
2022/4/15	5	2022/4/18	-25	-2.6%	-2.2%	-0.5%
2021/12/6	1	2021/12/7	-50	2.2%	2.1%	0.2%
2021/7/9	5	2021/7/12	-50	-1.2%	-1.8%	0.7%
2020/4/3	5	2020/4/7	定向降准	1.6%	-0.5%	2.1%
2020/3/13	5	2020/3/16	定向降准	-3.7%	-0.3%	-3.4%
2020/1/1	3	2020/1/2	-50	1.0%	-0.1%	1.1%
2019/9/6	5	2019/9/9	-50	-0.4%	-1.2%	0.8%
2019/5/6	1	2019/5/7	定向降准	-0.1%	-0.8%	0.7%
2019/1/4	5	2019/1/7	-100	-1.0%	-1.7%	0.7%
2018/10/7	0	2018/10/8	-100	-5.2%	-1.5%	-3.7%
2018/6/24	0	2018/6/25	-50	-2.3%	-1.3%	-1.1%
2018/4/17	2	2018/4/18	-100	0.5%	-0.3%	0.8%
2017/9/30	6	2017/10/9	-50	0.8%	0.0%	0.8%
2016/2/29	1	2016/3/1	-50	1.2%	-0.4%	1.7%
2015/10/23	5	2015/10/26	-50	-0.2%	-0.7%	0.5%
2015/8/25	2	2015/8/26	-50	4.7%	6.0%	-1.3%
2015/6/28	0	2015/6/29	-50	-0.5%	2.8%	-3.3%
2015/4/19	0	2015/4/20	-100	-5.0%	-3.4%	-1.6%
2015/2/4	3	2015/2/5	-50	-2.2%	-1.1%	-1.2%
2014/6/9	1	2014/6/10	定向降准	1.7%	0.7%	1.1%
2014/4/22	2	2014/4/23	定向降准	-0.7%	-0.5%	-0.3%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2：2023年8月28日降印花税以来金融股累计涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所；统计日期为2023年8月8日至2024年1月24日

表2: 2023 上市险企主要业绩分析 (全部为新准则)

单位: 亿元	2023 年归母净利润	2022 追溯后净利润	2022 年追溯前净利润	可比口径同比增速	NBV	同比	集团 EV 增速	财险综合成本率
中国平安	934	1,110	838	-15.9%	356	23.4%	4.2%	99.0%
中国人寿	351	579	321	-39.5%	393	9.2%	6.5%	不适用
中国太保	271	336	246	-19.4%	115	25.0%	7.4%	98.5%
新华保险	94	201	98	-53.1%	27	10.0%	6.3%	不适用
中国人保	242	285	254	-15.0%	30	11.0%	5.0%	98.0%
中国财险	231	267	267	-13.4%	不适用	不适用	不适用	98.0%
中国人寿 A 股旧准则	180	321	321	-44.0%	393	9.2%	6.5%	不适用
合计值	1,952	2,520	2,024	-22.5%				

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表3: 上市险企估值表 (以 2024 年 1 月 24 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	40.17	77.89	81.18	87.28	90.21	0.52	0.49	0.46	0.45
601628.SH	中国人寿	26.95	43.54	46.35	50.26	54.22	0.62	0.58	0.54	0.50
601601.SH	中国太保	22.90	54.01	60.17	64.92	69.35	0.42	0.38	0.35	0.33
601336.SH	新华保险	29.49	83.94	89.20	96.40	103.82	0.35	0.33	0.31	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	40.17	4.58	5.11	7.99	8.60	8.77	7.87	5.03	4.67
601628.SH	中国人寿	26.95	1.14	0.64	1.52	1.65	23.74	42.39	17.76	16.31
601601.SH	中国太保	22.90	2.56	3.02	3.54	3.95	8.95	7.58	6.47	5.80
601336.SH	新华保险	29.49	3.15	3.02	3.99	4.38	9.37	9.77	7.39	6.74

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	40.17	46.62	48.16	52.82	57.36	0.86	0.83	0.76	0.70
601628.SH	中国人寿	26.95	15.43	15.75	17.18	18.44	1.75	1.71	1.57	1.46
601601.SH	中国太保	22.90	23.75	27.29	29.79	32.50	0.96	0.84	0.77	0.70
601336.SH	新华保险	29.49	32.98	35.26	38.60	42.05	0.89	0.84	0.76	0.70

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	10.00	9.57	10.74	11.93	13.13	0.96	0.85	0.77	0.70

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=0.9156 元人民币汇率计算, 数据更新至 2024 年 1 月 24 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>