

2024年02月06日

超配

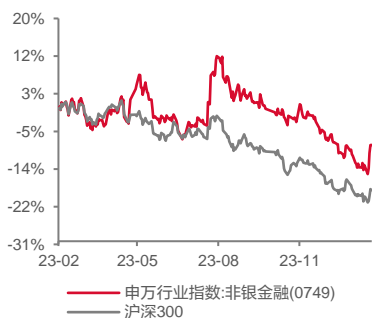
开门红产品供需旺盛，制度层面降低负债端利差损风险

——保险业“开门红”跟踪（一）

证券分析师

陶圣禹 S0630523100002

tsy@longone.com.cn



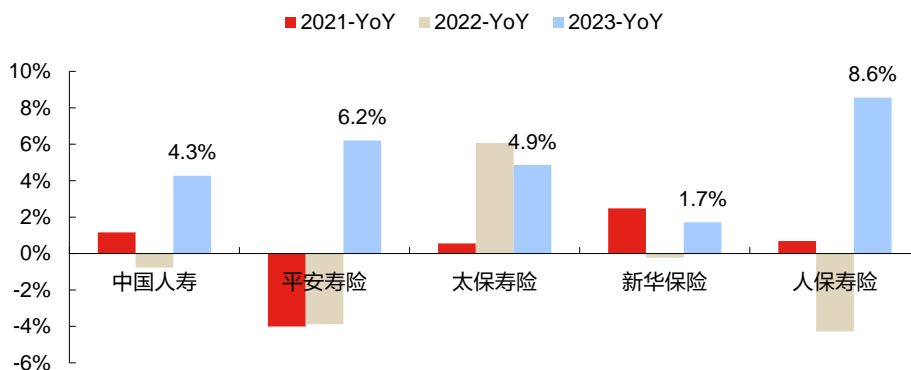
相关研究

1. 市场竞争加剧降低集中度，ETF助推券商系市占率逆势增长——2023Q4公募基金保有量点评
2. 券商系基金保有市占率提升，政策呵护下的非银板块低估值配置机遇仍在——非银金融行业周报（20240129-20240204）
3. 投资驱动业绩增长，中小券商弹性显现——券商2023年业绩预告点评

投资要点:

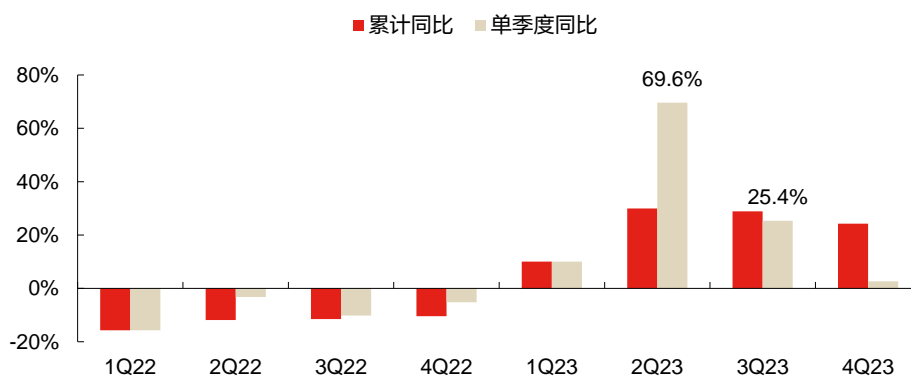
- **背景：**近期我们对5家大型头部上市险企调研拜访，就市场关心的问题进行深入沟通，结合陆续发布的相关政策，我们将更新保险业“开门红”跟踪展望系列，本报告主要聚焦寿险业务产品端。
- **预定利率下调带来的炒停售催化，2023年提前收官且超预期。**自去年3月末原银保监会召集23家寿险公司座谈以引导降低负债成本开始，市场对预定利率下调的预期便逐步升温，并在宣布8月1日起预定利率从3.5%降至3.0%后，炒停售带来的保费快速增长势头强劲，二三季度部分险企单季度新单同比增速达70%以上，部分实现翻倍增长。在新单快速增长的背景下，上市险企全年原保费收入表现超预期，中国人寿、平安寿险、太保寿险、新华保险、人保寿险2023全年累计增速分别为+4.3%、+6.2%、+4.9%、+1.7%、+8.6%。除太保寿险银保业务2022年快速增长导致增速表现突出外，其他险企2023年累计保费增速均创近三年新高，持续推动总保费规模抬升。
- **缴费结构优化，但储蓄险占比提升，预期NBV Margin保持相对稳定。**增额终身寿险大多为长期产品，其火爆销售带来缴费结构持续优化，太保寿险2023年代理人新单中期缴占比达90.2%，同比提升4.1pp；相应的，人保寿险长险新单中期缴占比同比提升9.8pp至51.8%。但需要注意的是，储蓄险占比提升一定程度上拖累了缴费结构的优化，我们预计综合影响下NBV Margin保持相对稳定，同时对新单快速增长牵引下的未来续期保费收入保持乐观，也能一定程度上夯实代理人收入的基本盘。
- **万能险结算利率压降，结合前期预定利率的下调，制度上缓解利差损风险。**据调研反馈，前几年行业投资端表现较好时，尚能支撑相对较高的结算利率，但近几年增量资产的收益率无法达到先前水平，万能险结算利率压降从制度上缓解利差损风险，有利于产品长期发展。同时，由于万能险不是主推产品，且大型险企投资相对谨慎，上限的下调对头部险企整体影响有限。此外，在长端利率持续下行的市场环境下，包括储蓄、理财在内的竞品竞争力减弱、权益基金收益率下滑，万能险的吸引力仍在。
- **开门红初期主推预定利率3.0%短期年金、增额终身寿等，后期转向长期年金与重疾保障。**据调研了解，各大险企开门红第一阶段聚焦于量的快速增长，主推符合新规的预定利率为3.0%的年金和增额终身寿险等产品，且受监管明确“不得大幅提前”的约束，初期仍在推动到账率的提升。春节之后，各大险企将步入开门红第二阶段，长期年金与重疾保障将成为主要发力点，并在此阶段持续通过拉长缴费期来提升价值率水平。现阶段部分险企的重疾业务在新单中占比已呈现拐点向上趋势，调研了解到的多数居民重疾保额低于20万元，在医疗通胀背景下仍有较大的发展空间。
- **投资建议：**虽然预定利率下调，但保险产品储蓄市场中仍有较强吸引力，保费增长同时利差损得到缓解，利于险企估值修复。当前时点估值正处于历史低位水平，重视板块配置机遇，建议关注拥有明显护城河的大型上市险企。
- **风险提示：**新单销售不及预期，居民保障意识提升不及预期，长端利率持续下行，权益市场大幅波动，股权投资计提减值风险，政策风险。

图1 上市寿险公司全年原保费累计增速表现



资料来源：公司公告，东海证券研究所

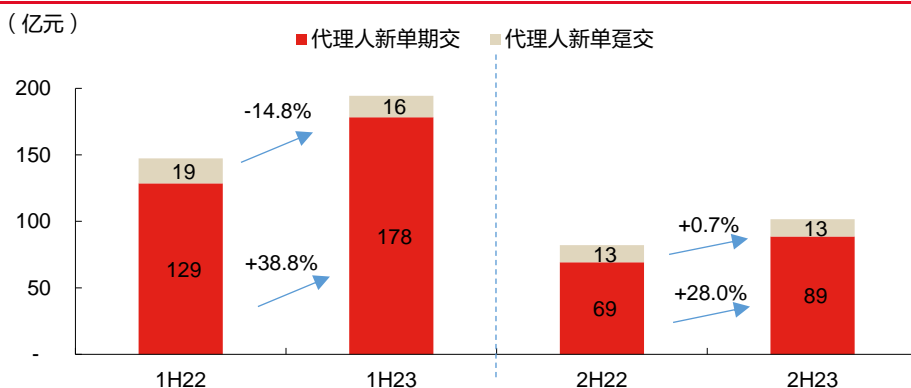
图2 平安人身险个人新业务累计同比与单季度同比增速



注：平安人身险业务包括平安寿险、平安养老险、平安健康险。

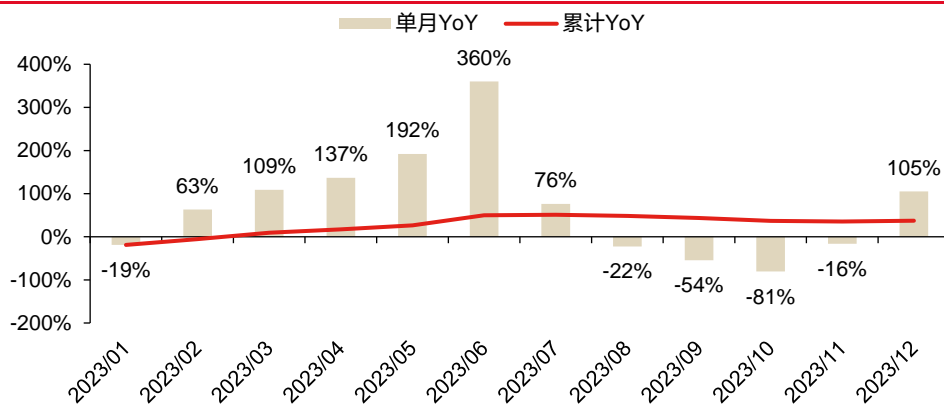
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图3 太保寿险个人客户业务半年度原保费规模及同比增速表现



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图4 人保寿险长险期交单月及累计原保费同比增速表现



资料来源：公司公告，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200125

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089