

核心偿付能力显分化，投资收益率成胜负手 ——从4Q23偿二代二期工程季报看头部寿险公司经营质效

日期：2024年4月11日

首席分析师：胡翔
执业证书编号：
S0600516110001
联系邮箱：
hux@dwzq.com.cn

证券分析师：葛玉翔
执业证书编号：
S0600522040002
联系邮箱：
geyx@dwzq.com.cn
手机：13761633787

研究助理：罗宇康
执业证书编号：
S0600123090002
联系邮箱：
luoyk@dwzq.com.cn

- **头部险企完成披露4Q23偿二代二期工程报告摘要**，我们根据【东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系（寿险篇）】，通过标准化打分加总的形式给样本寿险公司的季度经营、盈利能力、资本效率进行综合评分，**标准化得分由高至低为友邦人寿(4.4)、泰康人寿(4.0)、太平人寿(3.7)、平安寿险(2.7)、新华人寿(1.6)、中国人寿(1.3)、太保人寿(1.1)、人民人寿(0.5)。**
- **4Q23末样本寿险公司核心偿付能力充足率环比上升3.7pct.至137.76%，综合偿付能力充足率环比上升4.6pct.至225.42%，其中核心偿付能力显分化。**4Q23泰康、太保和太平先后完成永续债发行，推升核心偿付能力充足率提升，其中泰康人寿受到持有至到期（HTM）核算的债券重新分类、无固定期限资本债券发行等影响。平安寿险4Q23受向股东分红、资本市场波动和偿付能力报告下对应的保险合同负债变动影响，核心偿付能力充足率降低至104.97%。
- **寿险公司经营指标分析：投资收益率成胜负手。**4Q23样本寿险公司合计实现保险业务收入2,900亿元，期末净资产为1.23万亿元。4Q23样本寿险公司净利润225亿元，同比减少37.08%，平均ROE为2.29%。4Q23样本寿险公司平均净资产收益率为2.29%，平均投资收益率为0.48%，平均综合投资收益率为1.25%。从盈利能力来看，ROE由高至低为泰康人寿(6.9%)、平安寿险(5.2%)、人民人寿(4.7%)、友邦人寿(1.3%)、太保人寿(0.9%)、太平人寿(0.6%)、中国人寿(0.5%)、新华人寿(-0.8%)。
- **实际资本分析：4Q23样本寿险公司期末实际资本为30,207亿元，较上季度末环比增加1.1%，其中核心资本较上季末环比增加0.8%至17,028亿元。**4Q23样本寿险公司核心一级资本、核心二级资本、附属一级资本和附属二级资本在核心资本中占比分别为56.4%、4.7%、38.0%和0.9%（3Q23末为56.5%、4.2%、38.8%和0.5%）。从存量保单来看，“保单未来盈余/保险合同负债”表征存量保单盈利能力，4Q23末排名前三甲为友邦人寿、泰康人寿、太平人寿。我们以逐季披露的“保单未来盈余/最低资本”指标来分析资本经营的效率，该指标内涵是每消耗1单位要求资本所能创造的长期保单未来盈利，该比值越高表明寿险公司单位资本消耗越低，排名前三甲为友邦人寿、太平人寿、泰康人寿。
- **最低资本分析：样本寿险公司4Q23末寿险业务保险风险、非寿险业务保险风险、市场风险和信用风险最低资本占比分别为27%、1%、57%和15%。**4Q23末样本寿险公司中友邦人寿期末寿险业务保险风险最低资本占比最高（达38%，平均为27%），表征更加“保险姓保”。泰康人寿信用风险最低资本提升最大（达5.35%）；新华人寿信用风险最低资本降幅最大（达-2.15%），主要受金规6号中最低资本计量规则调整、资产结构变化和资本市场波动的综合影响。
- **投资建议：核心偿付能力显分化，投资收益率成胜负手。**4Q23行业永续债落地发行，开拓核心资本补充的新渠道，2023年9月《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》实施差异化调节最低资本要求以及优化资本计量标准和风险因子，一定程度缓解了保险公司的偿付能力压力。我们认为险企自身应通过优化业务结构、资产结构，提升内生资本的能力，从而保持偿付能力充足。当前悬在寿险股估值上方的仍是利差损这一达摩克利斯之剑，关注2H24预定利率再次下调的可能性，财险股的避险优势仍将延续。推荐顺序：中国太保、中国财险、底部反转的新华保险和中国平安。
- **风险提示：**1) 二期工程下偿付能力报告为摘要，相关指标解读与实际经营结果和风险水平可能存在偏差；2) 股市波动导致投资收益下滑；3) 偿付能力承压对险企资负两端带来负向螺旋影响



1. 引言：偿二代二期工程4Q23报告摘要披露

2. 主要指标结果分析

3. 实际资本分析

4. 最低资本分析

5. 主要结论与投资建议

6.附录：新旧保险合同会计准则差异及新准则利润变动分析

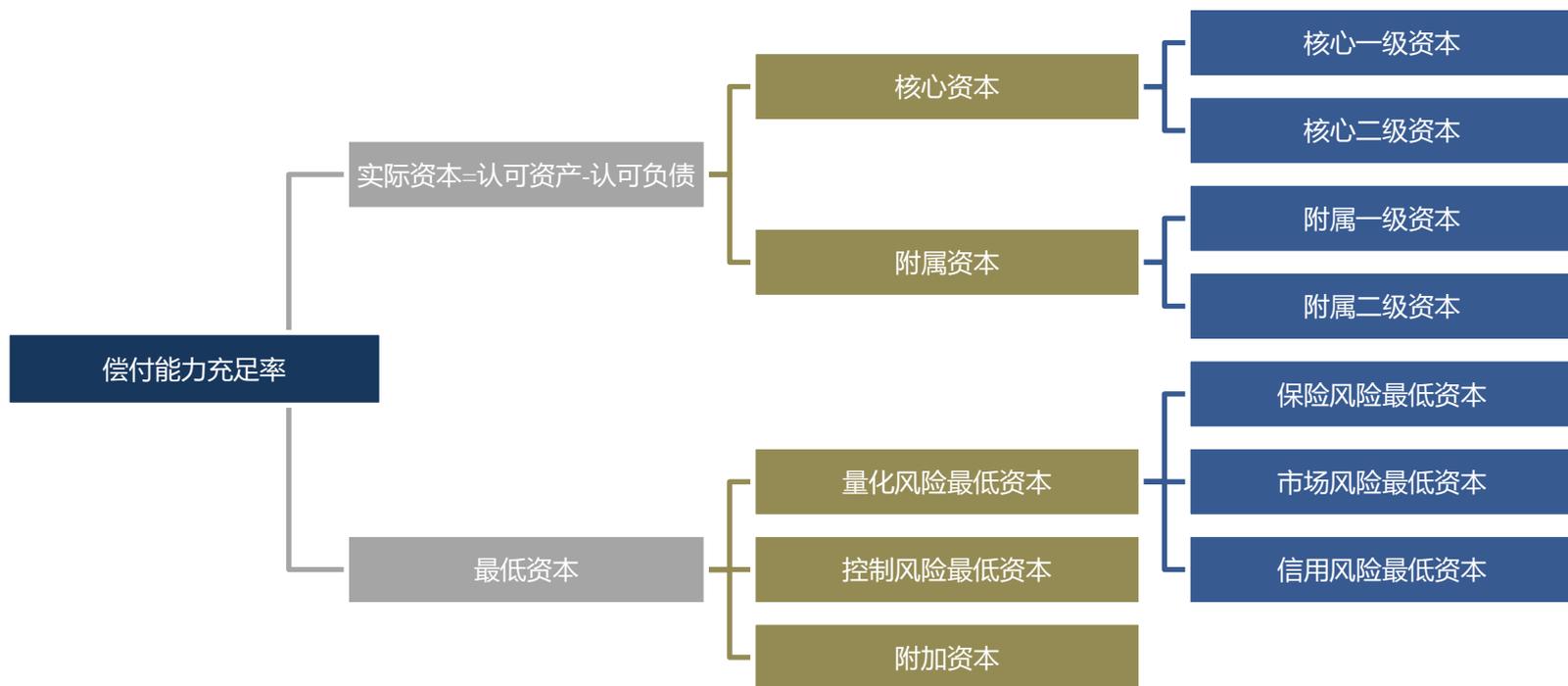
7.风险提示

1. 引言：偿二代二期工程4Q23报告摘要披露

➤ 偿付能力充足率计算框架

- 核心偿付能力充足率=核心资本/最低资本，衡量高质量资本的充足状况，监管最低要求50%。
- 综合偿付能力充足率=（核心资本+附属资本）/最低资本，衡量资本的总体充足状况，监管最低要求100%。

图：偿付能力充足率计算框架



1.2 评价体系

- 我们建立了【东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系】，通过标准化打分加总的形式给样本寿险公司的季度经营、盈利能力、资本效率进行综合评分。具体指标如下：



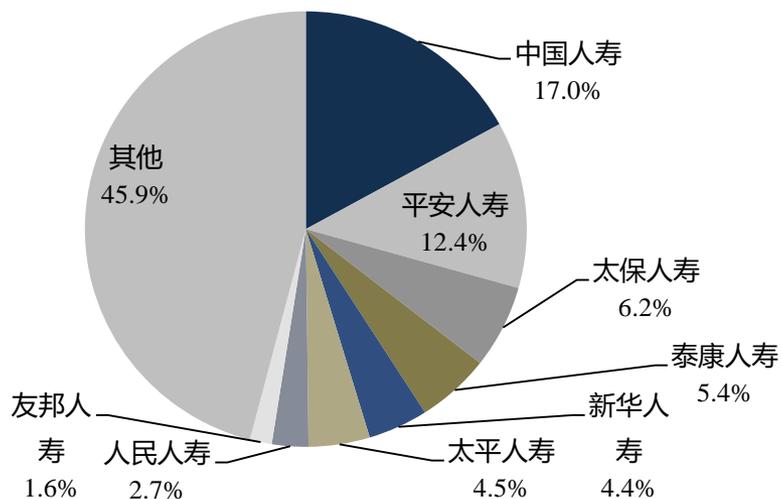
注：相关评价体系请参考2022年5月外发报告《偿二代二期工程季报评价体系（寿险篇）：细拆资本构成，探析经营效率》。由于目前偿二代过渡期政策已结束，因此我们删除了保单未来盈余在核心资本中占比（超过35%扣减，-）这一指标。

1.3 样本寿险公司选择

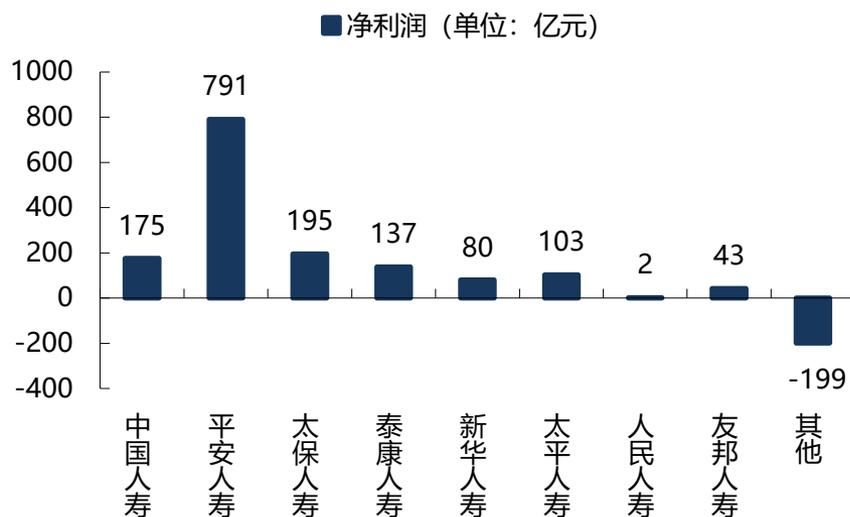
我国人身险行业呈现较强的龙头效应，头部公司无论是保费规模还是盈利能力均显著优于中小公司

- 我们选取了传统老七家国内寿险公司（中国人寿、平安人寿、太保人寿、泰康人寿、新华人寿、太平人寿、人民人寿）和外资独资寿险代表友邦人寿，合计8家公司作为样本进行分析。
- 上述八家保险公司2023年原保费收入占到行业总保费的54.1%；净利润总计1327亿，超过行业利润总额，具有相当代表性。

图：样本寿险公司原保费收入占比（2023）



图：样本寿险公司2023年净利润与行业比较



1.4 主要结论

➤ 标准化得分由高至低为友邦人寿(4.4)、泰康人寿(4.0)、太平人寿(3.7)、平安寿险(2.7)、新华人寿(1.6)、中国人寿(1.3)、太保人寿(1.1)、人民人寿(0.5)

表：东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系（寿险篇，评价时间：4Q23）

指标名称	计算指标	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿
财务指标	规模保费同比增速 (+)	0.0%	11.4%	3.2%	15.5%	5.0%	11.5%	13.0%	20.2%
	综合退保率 (-)	0.0%	0.7%	1.8%	3.1%	2.1%	2.2%	5.1%	1.0%
	ROE (+)	0.5%	5.2%	0.9%	6.9%	-0.8%	0.6%	4.7%	1.3%
	综合投资收益率 (+)	0.8%	0.6%	0.2%	4.4%	0.2%	5.5%	0.6%	1.7%
保单盈利能力	保单未来盈余/保险合同负债 (+)	5.7%	6.8%	5.7%	8.9%	6.3%	8.0%	3.9%	11.1%
净资产稳健性	净资产/核心资本 (+)	64.7%	66.9%	63.1%	63.6%	65.3%	68.9%	63.2%	36.3%
最低资本构成	保险风险最低资本占比 (+)	20.2%	32.8%	28.7%	27.2%	28.9%	32.2%	22.8%	39.6%
资本经营效率	保单未来盈余/最低资本 (+)	54.2%	66.4%	66.4%	79.5%	78.7%	88.2%	36.3%	106.5%
承保经营杠杆倍数（潜在分红能力）	假设150%核心偿付能力充足率约束下保单盈余最低要求额/期末净资产 (-)	50.7%	131.3%	113.6%	57.1%	60.9%	67.0%	116.0%	-1.9%

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

1.4 主要结论

➤ 标准化得分由高至低为友邦人寿(4.4)、泰康人寿(4.0)、太平人寿(3.7)、平安寿险(2.7)、新华人寿(1.6)、中国人寿(1.3)、太保人寿(1.1)、人民人寿(0.5)

表：东吴证券-偿二代二期工程指标得分情况（寿险篇，评价时间：4Q23）

标准化	计算指标	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿
财务指标	规模保费同比增速 (+)	0.0	0.6	0.2	0.8	0.2	0.6	0.6	1.0
	综合退保率 (-)	0.0	-0.1	-0.4	-0.6	-0.4	-0.4	-1.0	-0.2
	ROE (+)	0.2	0.8	0.2	1.0	0.0	0.2	0.7	0.3
	综合投资收益率 (+)	0.1	0.1	0.0	0.8	0.0	1.0	0.1	0.3
保单盈利能力	保单未来盈余/保险合同负债 (+)	0.2	0.4	0.2	0.7	0.3	0.6	0.0	1.0
净资产稳健性	净资产/核心资本 (+)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.9	1.0	0.8	0.0
最低资本构成	保险风险最低资本占比 (+)	0.0	0.6	0.4	0.4	0.4	0.6	0.1	1.0
资本经营效率	保单未来盈余/最低资本 (+)	0.3	0.4	0.4	0.6	0.6	0.7	0.0	1.0
承保经营杠杆倍数（潜在分红能力）	假设150%核心偿付能力充足率约束下保单盈余最低要求额/期末净资产 (-)	-0.4	-1.0	-0.9	-0.4	-0.5	-0.5	-0.9	0.0
标准化得分		1.3	2.7	1.1	4.0	1.6	3.7	0.5	4.4

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

注：1.计算指标中红色为正向指标，越高赋分越高，绿色为负向指标，负数赋分表征表现较差

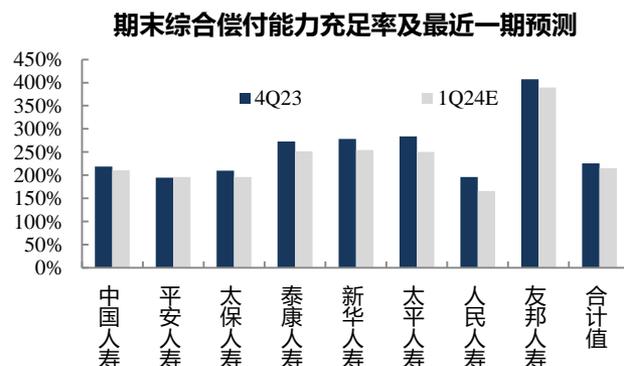
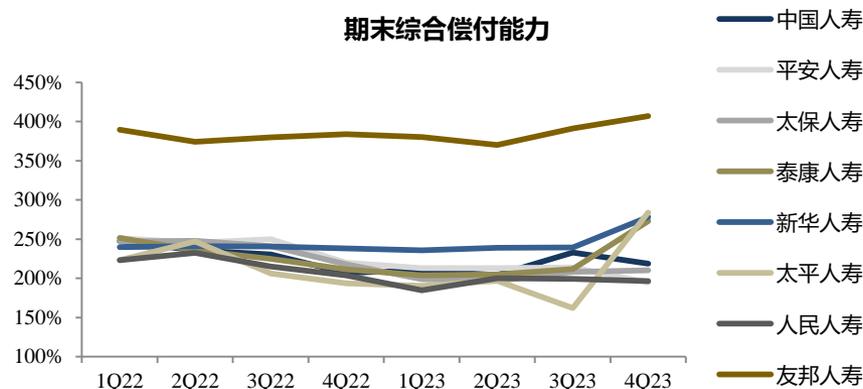
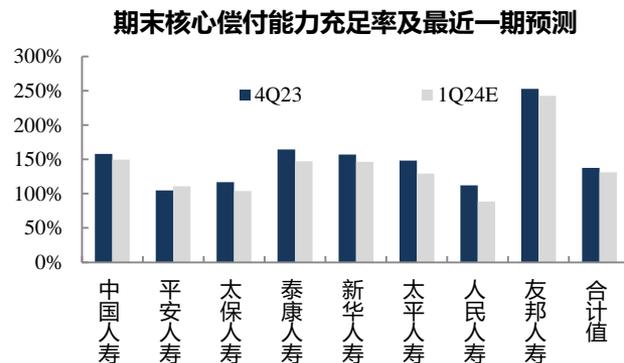
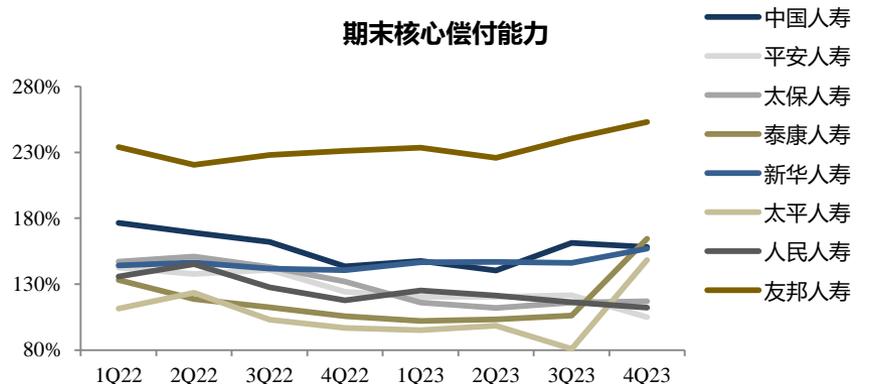
2.国寿不披露综合退保率和规模保费增速，因此不参与该两指标排序打分

2. 主要指标结果分析

2.1 偿付能力充足率：整体核心与综合指标有上升

➤ 2023年9月《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》实施差异化调节最低资本要求以及优化资本计量标准和风险因子，一定程度缓解了保险公司的偿付能力压力。

- 4Q23期末核心偿付能力由3Q23的134.05%提升至137.76%，最新预测期1Q24E为131.12%，较4Q23下降6.6bps。
- 4Q23期末综合偿付能力由3Q23的220.78%提升至225.42%，最新预测期1Q24E为215.28%，较4Q23下降10.1bps。



2.1 偿付能力充足率：核心与综合指标环比分化

- 最低资本环比下降，实际资本核心资本环比上升，偿付能力充足率上升
- 太平、泰康偿付能力充足率绝对水平增幅相对较大，4Q23末样本寿险公司核心偿付能力充足率环比上升3.7pct.至137.76%，综合偿付能力充足率环比上升4.6pct.至225.42%
 - 从核心偿付能力充足率来看，4Q23环比3Q23末，增幅由高至低为太平人寿(67.3pct.)、泰康人寿(58.2pct.)、友邦人寿(12.6pct.)、新华人寿(10.9pct.)、太保人寿(1.0pct.)、中国人寿(-3.1pct.)、人民人寿(-4.1pct.)、平安寿险(-16.6pct.)。

表：样本寿险公司4Q23偿付能力变化表（4Q23环比3Q23末）

偿付能力水平 4Q23	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
认可资产环比	2.2%	0.2%	2.7%	8.4%	3.3%	6.9%	1.8%	4.9%	2.7%
认可负债环比	3.5%	2.8%	3.0%	6.2%	3.1%	-3.1%	2.9%	5.8%	3.0%
实际资本环比	-4.0%	-9.7%	1.2%	19.8%	3.8%	73.3%	-3.5%	3.0%	1.1%
最低资本环比	2.2%	-0.8%	0.6%	-7.0%	-10.7%	-1.2%	-2.1%	-1.0%	-1.0%
核心资本环比	-8.3%	-24.7%	-5.3%	39.3%	-4.1%	64.9%	-12.8%	4.1%	0.8%
期末核心偿付能力充足率	-2.9%	-77.1%	8.5%	857.8%	10.4%	-350.7%	-27.1%	7.8%	9.8%
核心偿付能力充足率变化	-3.1pct.	-16.6pct.	1pct.	58.2pct.	10.9pct.	67.3pct.	-4.1pct.	12.6pct.	3.7pct.
期末综合偿付能力充足率	-8.7%	-17.5%	1.9%	43.7%	14.2%	193.5%	-4.9%	4.3%	2.8%
综合偿付能力充足率变化	-14.1pct.	-19.2pct.	2pct.	61pct.	38.9pct.	122.1pct.	-2.8pct.	15.7pct.	4.6pct.

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

2.1 偿付能力充足率指标：1Q24预测展望

➤ 1Q24相比4Q23末，样本寿险公司预计最低资本1Q24环比上升4.2%，而实际资本1Q24环比小幅下降0.5%，平安寿险逆势上升

- 1Q24相比4Q23末，样本寿险公司核心偿付能力充足率变化幅度由高至低平安寿险(5.7)、中国人寿(-8.5)、友邦人寿(-10.3)、新华人寿(-10.5)、太保人寿(-13.0)、泰康人寿(-16.9)、太平人寿(-18.8)、人民人寿(-23.5)。

表：样本寿险公司4Q23偿付能力下季度预测值（1Q24环比4Q23末）

4Q23偿付能力表 (下季度预测环比本季末)	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计值
认可资产环比	4.0%	3.7%	3.1%	5.5%	3.8%	1.4%	4.3%	2.9%	3.7%
认可负债环比	4.8%	3.6%	4.6%	7.9%	3.9%	3.5%	6.3%	3.9%	4.6%
实际资本环比	-0.3%	4.0%	-4.7%	-5.7%	3.5%	-6.6%	-7.2%	0.9%	-0.5%
核心资本环比	-3.1%	9.8%	-9.6%	-8.6%	5.7%	-8.1%	-8.2%	1.1%	-1.0%
最低资本环比	3.4%	3.2%	2.0%	2.2%	13.3%	6.0%	9.9%	5.4%	4.2%
期末核心偿付能力水平	-11.6%	121.0%	-73.6%	-24.7%	-7.5%	-35.2%	-203.0%	-1.7%	-14.1%
核心偿付能力充足率变化	-8.5pct.	5.7pct.	-13pct.	-16.9pct.	-10.5pct.	-18.8pct.	-23.5pct.	-10.3pct.	-6.6pct.
期末综合偿付能力水平	-3.4%	4.9%	-10.9%	-10.4%	-1.9%	-13.4%	-25.1%	-0.5%	-4.2%
综合偿付能力充足率变化	-7.8pct.	1.6pct.	-14pct.	-21.2pct.	-24pct.	-33.7pct.	-30.7pct.	-17.2pct.	-10.1pct.

数据来源：银保监会，保险行业协会

2.2流动性风险监管指标

➤ 4Q23当季流动性风险监测指标综合表现较优的前三样本寿险公司分别为人民人寿、新华人 寿和中国人寿

综合退保率：4Q23季末当季最高为人民人寿（5.1%），当季最低为平安寿险（0.7%）

规模保费同比增速：4Q23季末，当季最高为友邦人寿（20.2%），当季最低为太保人寿（3.2%）

经营活动净现金流/保费收入：
4Q23季末，当季最高为中国人寿（603.6%），当季最低为平安寿险（52.48%）

AA级（含）以下境内固定收益类资产占比：4Q23季末，当季最高为泰康人寿（6.2%），当季最低为友邦人寿（0.0%）

表：样本寿险公司4Q23流动性风险监测指标结果（单位：万元，%）

流动性风险监测	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿
经营活动净现金流	37,774,900	4,402,114	13,256,061	14,526,803	9,024,500	9,166,745	4,052,850	3,860,321
综合退保率	/	0.74%	1.81%	3.11%	2.10%	2.15%	5.10%	1.04%
分红账户业务净现金流	-1,167,000	-413,734	1,669,823	6,594,146	-1,564,700	882,073	373,367	790,986
万能账户业务净现金流	9,281,900	293,004	1,000,123	4,107,384	1,275,900	872,832	1,016,589	88,776
规模保费同比增速	/	11.44%	3.24%	15.47%	5.01%	11.46%	12.98%	20.24%
现金及流动性管理工具占比	2.72%	1.61%	0.84%	2.65%	2.22%	1.03%	0.39%	1.77%
季均融资杠杆比例	3.09%	0.68%	4.90%	6.18%	6.18%	2.47%	7.72%	4.32%
AA级（含）以下境内固定收益类资产占比	0.18%	2.12%	3.22%	6.21%	0.34%	1.39%	0.01%	0.00%
持股比例大于5%的上市股票占比	0.49%	1.16%	0.29%	0.84%	0.21%	0.08%	6.81%	0.00%
应收款项占比	0.40%	0.46%	0.47%	0.63%	0.23%	0.37%	0.16%	1.71%
持有关联方资产占比	0.85%	0.44%	3.93%	2.96%	0.94%	1.62%	7.72%	2.53%
经营活动净现金流/保费收入	603.62%	52.48%	466.85%	346.76%	392.51%	292.93%	433.35%	400.13%

数据来源：银保监会，东吴证券研究所；注：中国人寿未披露综合退保率和规模保费同比增速

2.3主要经营指标分析

➤ 从当季表现综合来看，泰康人寿盈利能力较强，太平人寿投资能力显著领跑样本保险公司，新华人寿相对较弱

- 4Q23样本寿险公司合计实现保险业务收入2,900亿元，期末净资产为1.23万亿元。4Q23样本寿险公司净利润225亿元，同比减少37.08%，平均ROE为2.29%（3Q23：样本寿险公司净利润同比减少382.42%，平均ROE为1.97%）。
- 4Q23样本寿险公司平均净资产收益率为2.29%，平均投资收益率为0.48%，平均综合投资收益率为1.25%。从4Q23单季盈利能力来看，ROE由高至低为泰康人寿(6.9%)、平安寿险(5.2%)、人民人寿(4.7%)、友邦人寿(1.3%)、太保人寿(0.9%)、太平人寿(0.6%)、中国人寿(0.5%)、新华人寿(-0.8%)

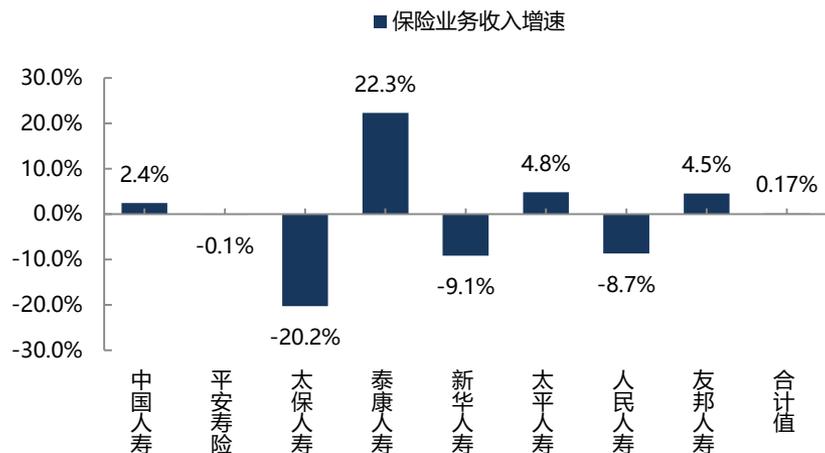
表：4Q23样本寿险公司主要经营指标汇总（单季）

指标名称—单季 (单位：亿元)	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计值
保险业务收入	626	839	284	419	230	313	94	96	2,900
净利润	21	161	11	60	-9	-4	-17	3	225
总资产	57,461	42,293	20,148	14,753	13,919	10,417	6,354	3,189	168,535
净资产	4,598	3,069	1,294	998	1,026	742	347	235	12,310
保险合同负债	42,885	38,429	17,462	8,571	11,457	9,279	4,542	2,448	135,072
净资产收益率 (%)	0.46%	5.19%	0.93%	6.89%	-0.82%	0.63%	4.71%	1.29%	2.29%
总资产收益率 (%)	0.04%	0.38%	0.06%	0.42%	-0.06%	0.04%	-0.27%	0.09%	0.16%
投资收益率 (%)	0.49%	0.64%	0.37%	0.36%	0.20%	0.44%	0.56%	0.68%	0.48%
综合投资收益率 (%)	0.82%	0.59%	0.18%	4.42%	0.20%	5.49%	0.56%	1.70%	1.25%

数据来源：银保监会，东吴证券研究所；太平、太保、新华、平安偿二代报告中的净利润、总资产、净资产以及保险合同负债已按照新保险合同会计准则与新金融工具会计准则计量。

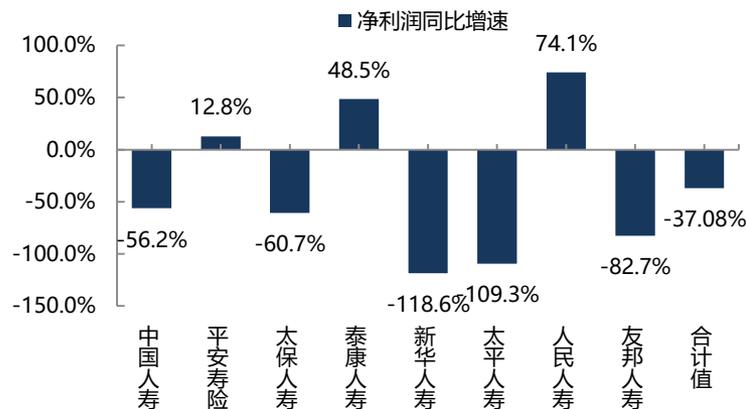
2.3 主要经营指标分析

图：4Q23样本寿险公司保费收入增速对比



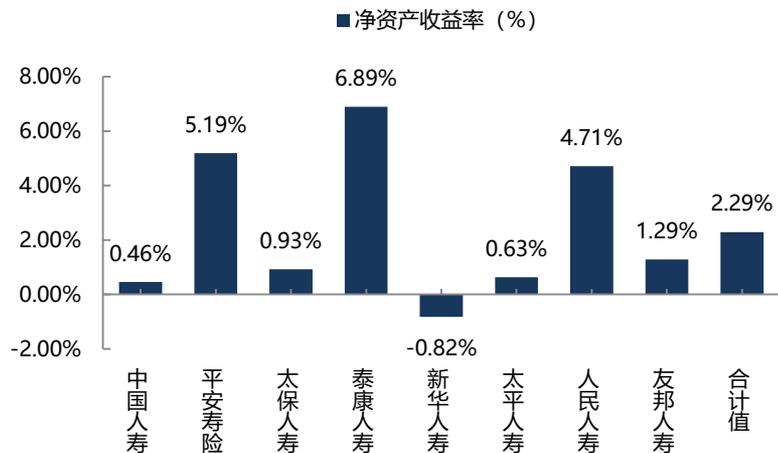
数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图：4Q23样本寿险公司净利润增速对比



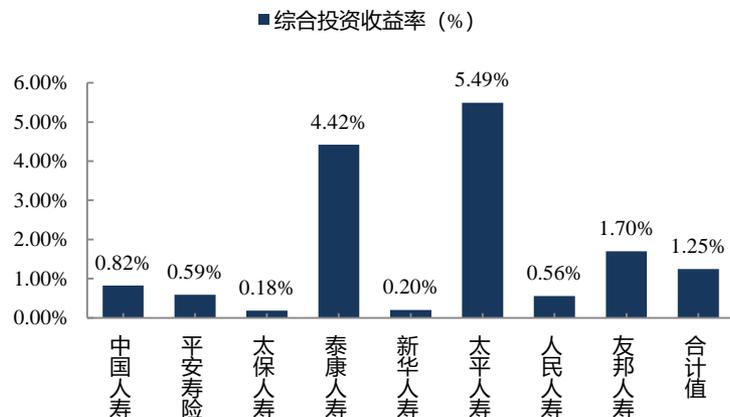
数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图：4Q23样本寿险公司ROE水平



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图：4Q23样本寿险公司综合投资收益率水平



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

2.3 主要经营指标分析

- 从2023年来看，样本保险公司实现保险业务收入同比增长6.7%，实现净利润同比-9.1%
- 2023年净资产收益率由高至低为平安寿险(26.3%)、友邦人寿(19.2%)、太保人寿(16.8%)、泰康人寿(16.2%)、太平人寿(14.7%)、新华人寿(7.4%)、中国人寿(3.9%)、人民人寿(0.5%)。
 - 2023年综合投资收益率由高至低为太平人寿(8.2%)、泰康人寿(6.7%)、友邦人寿(5.5%)、平安寿险(3.7%)、中国人寿(3.1%)、人民人寿(3.0%)、太保人寿(2.7%)、新华人寿(2.6%)。

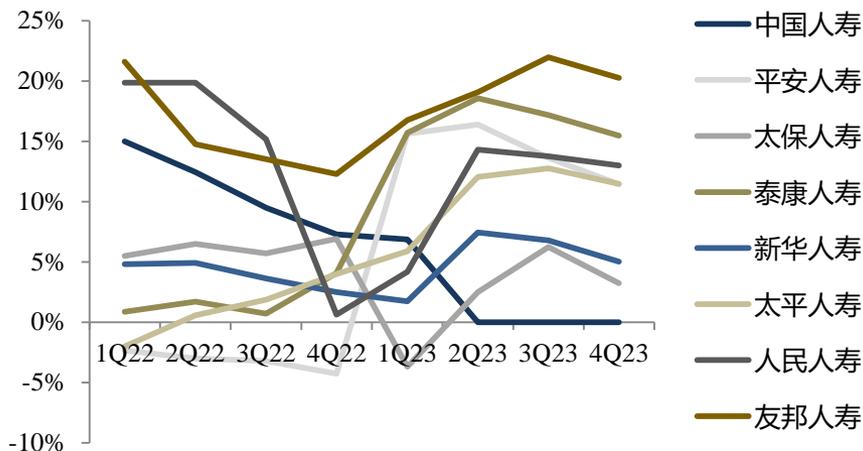
表：2023年样本寿险公司经营指标汇总（本年累计数）

指标名称-本年累计数	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计值
保险业务收入 (万元)	6,414	4,665	2,331	2,032	1,659	1,689	1,006	608	20,404
净利润 (万元)	175	791	195	137	80	103	2	43	1,526
总资产 (万元)	57,461	42,293	20,148	14,753	13,919	10,417	6,354	3,189	168,535
净资产 (万元)	4,598	3,069	1,294	998	1,026	742	347	235	12,310
保险合同负债 (万元)	42,885	38,429	17,462	8,571	11,457	9,279	4,542	2,448	135,072
基本每股收益 (元)	0.75	2.34	2.26	4.58	2.56	1.02	0.01	0.00	/
净资产收益率 (%)	3.89%	26.26%	16.75%	16.24%	7.43%	14.67%	0.47%	19.19%	12.82%
总资产收益率 (%)	0.32%	1.95%	1.03%	1.03%	0.62%	1.07%	0.03%	1.46%	0.96%
投资收益率 (%)	2.58%	3.22%	2.23%	2.55%	1.75%	1.07%	3.63%	3.07%	2.58%
综合投资收益率 (%)	3.09%	3.72%	2.67%	6.68%	2.61%	8.17%	3.04%	5.49%	3.83%

数据来源：银保监会，东吴证券研究所；太平、太保、新华、平安偿二代报告中的净利润、总资产、净资产以及保险合同负债已按照新保险合同会计准则与新金融工具会计准则计量

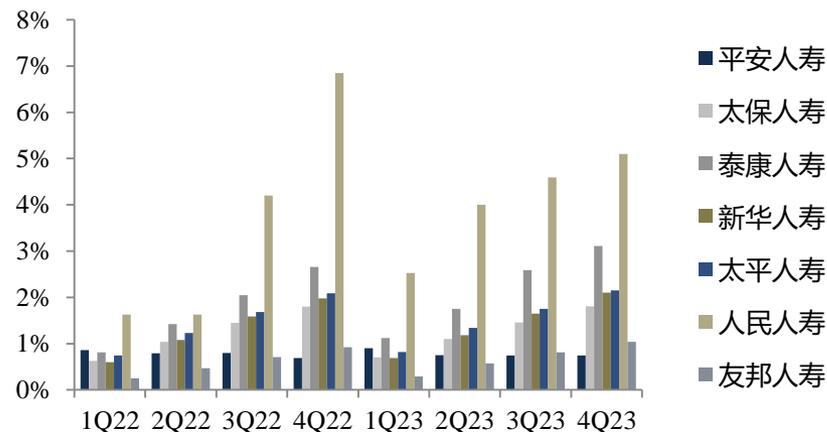
2.3主要经营指标分析：投资收益率分化，ROE下行

图：样本寿险公司累计规模保费同比增速一览



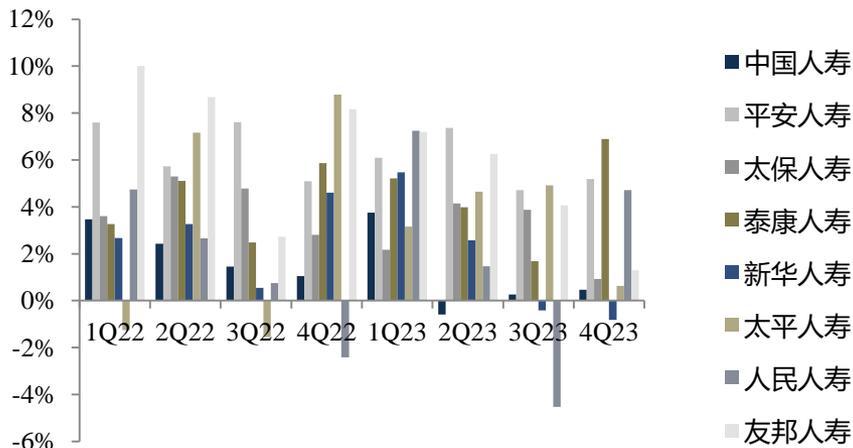
数据来源：保险行业协会，东吴证券研究所

图：样本寿险公司季末综合退保率变化



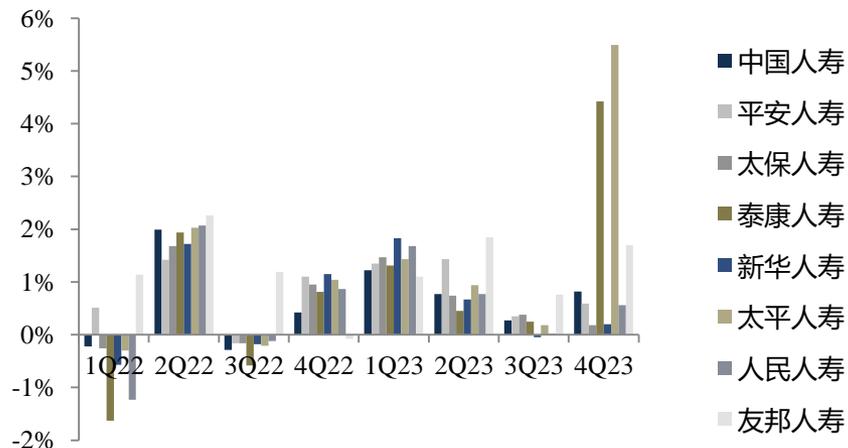
数据来源：保险行业协会，东吴证券研究所

图：样本寿险公司单季ROE变化趋势



数据来源：保险行业协会，东吴证券研究所

图：样本寿险公司单季综合投资收益率 (%)



数据来源：保险行业协会，东吴证券研究所

2.4永续债落地发行：开拓核心资本补充的新渠道

- 在2022年8月《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知》的指导下，首支保险公司永续债于2023年11月成功发行，截至2023年末，7家保险公司已成功发行永续债，共募集资金357.70亿元
- 永续债的成功发行开拓了核心资本补充的新渠道，在核心资本补充渠道中的重要性将愈发凸显，能够助力行业长期稳健发展。
 - 我们预计从投资者结构来看或类似资本补充债，以保险机构互持为主。
 - 泰康人寿在全国银行间债券市场公开发行无固定期限资本债券影响核心及综合偿付能力充足率上升约8个百分点

表：保险永续债批复、发行情况一览

公司名称	批复日期	批复规模(亿元)	已发债券简称	发行规模(亿元)	发行票面
太平人寿保险有限公司	2023-12-14	200.0	23太平人寿永续债01	200.0	3.30%
中国太平洋人寿保险股份有限公司	2023-11-07	200.0	23太保寿险永续债01	200.0	3.50%
泰康人寿保险有限责任公司	2023-09-13	200.0	23泰康人寿永续债01	200.0	3.70%
中国人民健康保险股份有限公司	2023-12-01	25.0	23人保健康永续债	25.0	3.50%
建信人寿保险股份有限公司	2023-12-21	20.0	23建信人寿永续债01	20.0	3.25%
农银人寿保险股份有限公司	2023-11-28	20.0	23农银人寿永续债	20.0	3.45%
光大永明人寿保险有限公司	2023-12-22	12.7	23光大永明永续债01	12.7	3.34%

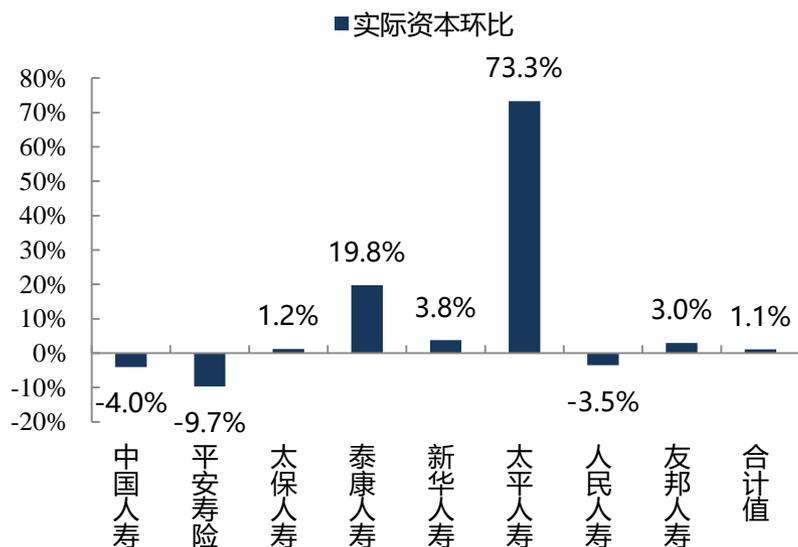
3.实际资本分析

3.1 实际资本指标分析

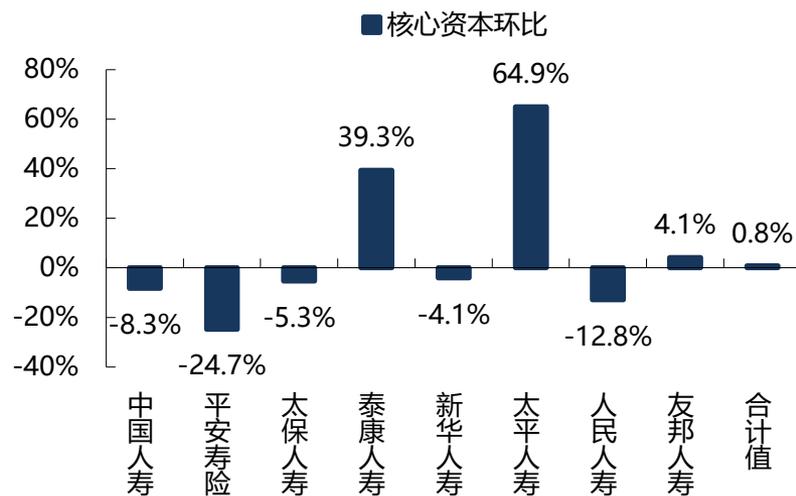
➤ 4Q23样本寿险公司实际资本有所上升，太平人寿较上一季度大幅增加

- 4Q23样本寿险公司期末实际资本为30,207亿元，较上季度末环比增加1.1%，其中核心资本较上季末环比增加0.8%至17,028亿元。
- 太平人寿实际资本增长主要原因是发行永续债以及净资产增加等因素带动实际资本增加。泰康人寿实际资本增加主要受资本市场变化、持有至到期（HTM）核算的债券重新分类、无固定期限资本债券发行等影响。平安寿险4Q23受向股东分红、资本市场波动和偿付能力报告下对应的保险合同负债变动影响，使得实际资本环比下降9.7%。

图：4Q23末样本寿险公司实际资本环比变化



图：4Q23末样本寿险公司核心资本环比变化



3.2 夯实实际资本是二期工程的核心目标

根据保单剩余期限，对保单未来盈余进行资本工具分级

- 长期寿险保单的预期未来盈余根据保单剩余期限，分别计入核心资本或附属资本（按照5年、10年、30年、30年以上分组），保障期越长进入核心资本的比例越高。只有剩余期限在10年以上的长期寿险保单的未来盈余才能贡献核心资本，且要求计入核心资本的保单未来盈余不得超过核心资本的35%，其余计入附属资本。
- 2023年9月，金监总局《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》明确，剩余期限10年期以上保单未来盈余计入核心资本的比例，从不超过35%提高至不超过40%，以鼓励保险公司回归保障本源。

完善资本定义，增加外生性要求，补充资本分级的特性及标准

- 外生性指保险公司不得以任何形式直接或间接为非内源性资本提供者提供资金或融资便利。各级资本在外生性方面明确规定：资本工具发行人不得直接或间接为投资人购买该工具提供融资；投资人不存在通过关联交易、多层嵌套金融产品、增加股权层级等方式套取保险资金，用于购买该工具的情形。规则有利于缓解保险资金运用存在的多层嵌套等问题，识别资金最终投向，夯实资本质量。

对长期股权投资足额计提资产减值

投资性房地产按成本模式计量认可价值

- 由成本或公允价值计量改为成本模式计量。该修订防止了寿险公司借助公允价值估值方式，通过房地产市场价格上升实现资产增值，从而造成偿付能力水平的虚假提高，也避免了保险公司将实际用于自用的房地产转换为投资性房地产核算等违规行为。

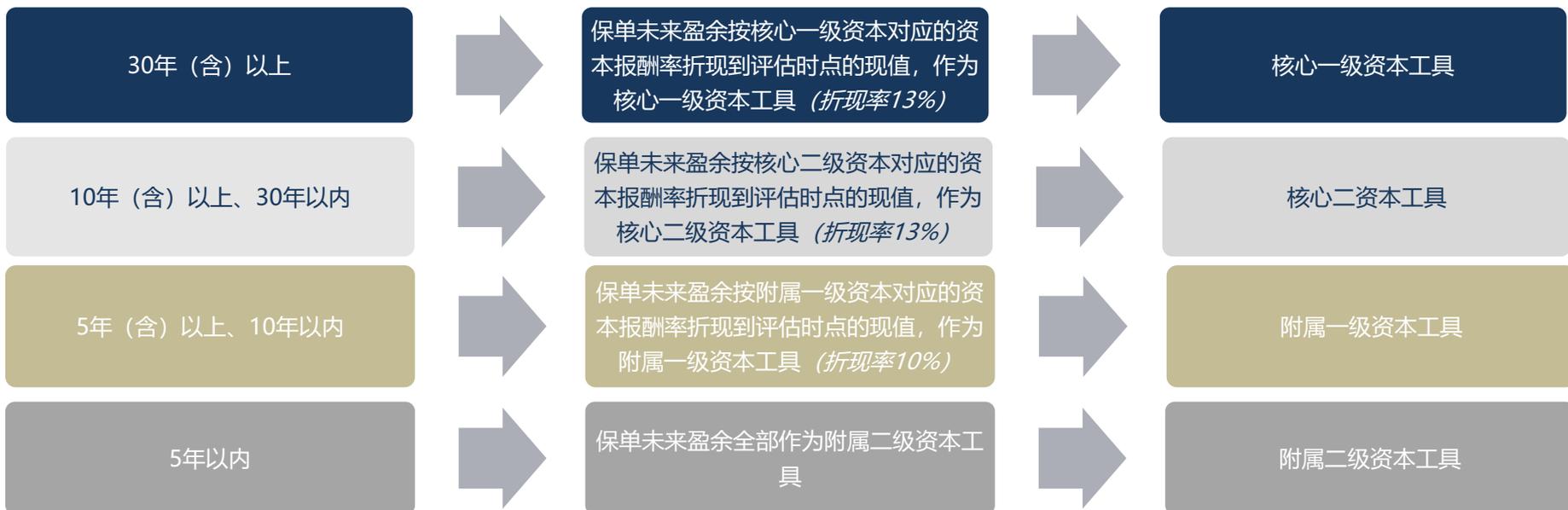
再保险合同3年内终止的，不得将因其增加的资本计入实际资本

- 再保险合同3年内终止的，不得将因其增加的资本计入实际资本，并对三年后终止的再保险合同按照风险和资产是否真实转移以及合同期限进行资本分级。该修正防止了保险公司为缓解偿付能力压力而通过财务再保险的方式提升实际资本的行为，规范了长期寿险再保险安排对实际资本影响的标准

3.3 保单未来盈余分组是降低实际资本的核心原因

➤ 偿二代二期工程下，保险公司需要根据保单剩余期限，按照剩余年份期限[30,+∞]、[10,30)、[5,10)、(0,5)的划分标准，对保单未来盈余进行资本工具分级

- 只有剩余期限在10年以上的长期寿险保单的未来盈余才能贡献核心资本，且要求计入核心资本的保单未来盈余不得超过核心资本的35%，其余计入附属资本。2023年9月，金监总局《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》明确，剩余期限10年期以上保单未来盈余计入核心资本的比例，从不超过35%提高至不超过40%，以鼓励保险公司回归保障本源。
- 由于剩余期限为30年及以上的保单未来盈余折现后可以计入核心一级资本，剩余期限10-30年的保单未来盈余可折现计入核心二级资本。二期工程下，寿险公司实际资本，尤其是核心资本承压，开展长期保障型有助于扩大未来盈余总量，同时保障期越长，进入核心资本的比例越高，对核心充足率和综合充足率均有利。

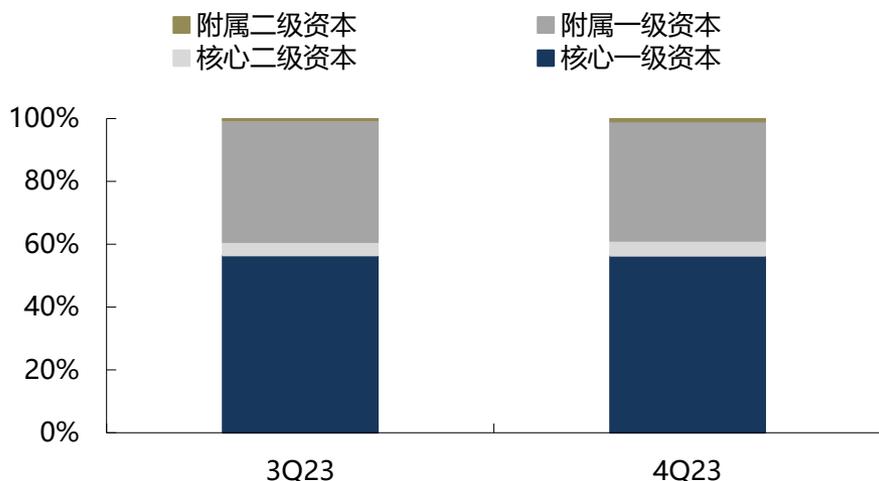


3.3.1 区分核心资本与附属资本

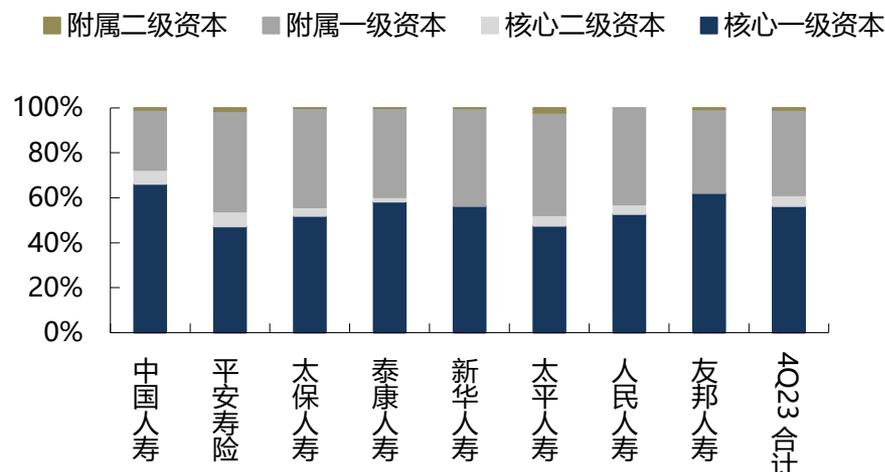
➤ 核心资本是指在持续经营状态下和破产清算状态下均可以吸收损失的资本，分为核心一级资本和核心二级资本。附属资本是指在破产清算状态下可以吸收损失的资本，分为附属一级资本和附属二级资本)

- 4Q23样本寿险公司核心一级资本、核心二级资本、附属一级资本和附属二级资本在核心资本中占比分别为56.4%、4.7%、38.0%和0.9% (3Q23末为56.5%、4.2%、38.8%和0.5%)。
- 4Q23末核心一级资本由高至低为中国人寿(66.2%)、友邦人寿(62.2%)、泰康人寿(58.3%)、新华人寿(56.4%)、人民人寿(52.7%)、太保人寿(51.9%)、太平人寿(47.6%)、平安寿险(47.3%)。

图：4Q23末样本寿险公司资本分级情况



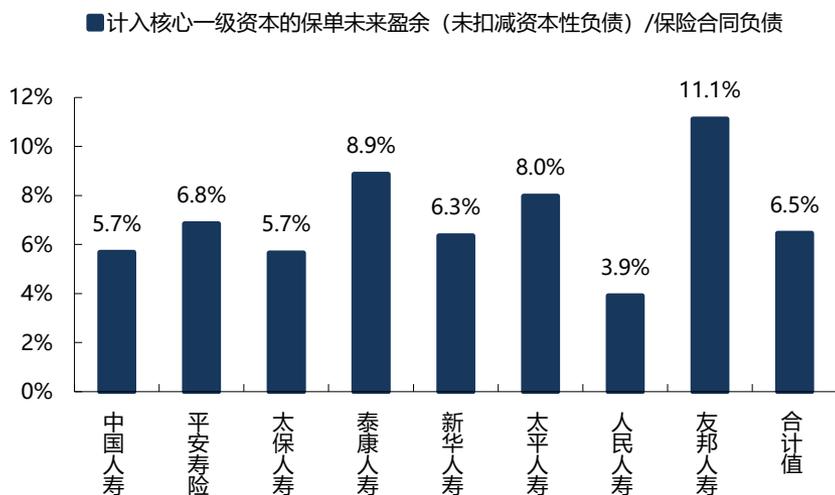
图：4Q23末样本寿险公司资本分级情况



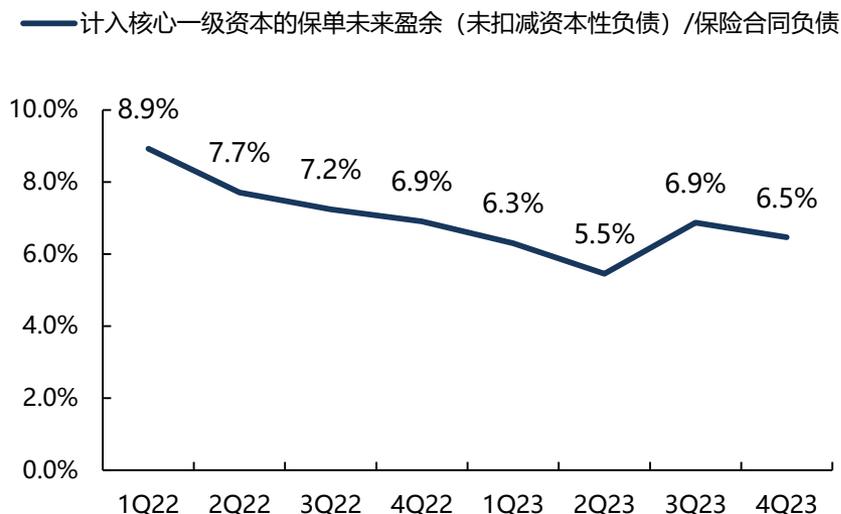
➤ “保单未来盈余/保险合同负债”以表征存量保单盈利能力，分子选用计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债）

- 该指标越高表征样本寿险公司长期负债盈利能力越强。4Q23末计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债）/保险合同负债由高至低为友邦人寿(11.1%)、泰康人寿(8.9%)、太平人寿(8.0%)、平安寿险(6.8%)、新华人寿(6.3%)、中国人寿(5.7%)、太保人寿(5.7%)、人民人寿(3.9%)。
- 样本寿险公司长期保单盈利能力变化趋于稳定。2023年9月，《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》明确，剩余期限10年期以上保单未来盈余计入核心资本的比例，从不超过35%提高至不超过40%，因此3Q23样本寿险公司长期保单盈利能力提升至6.9%，4Q23小幅下降至为6.5%。

图：4Q23末样本寿险公司长期保单盈利能力对比



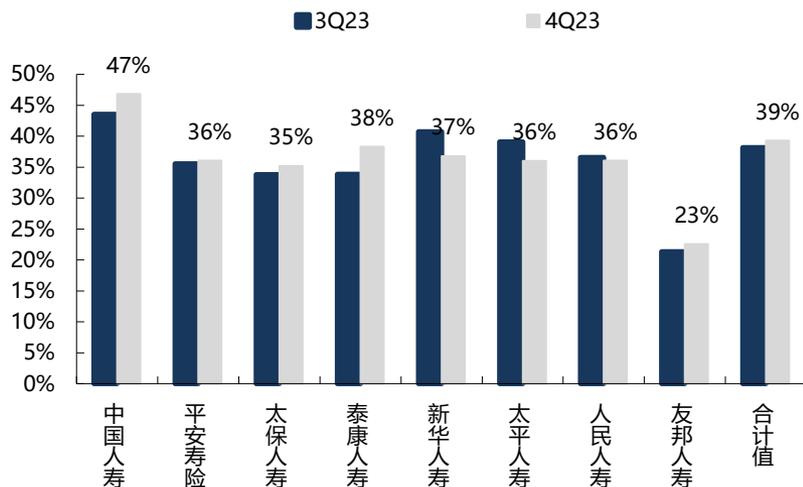
图：样本寿险公司长期保单盈利能力变化趋势



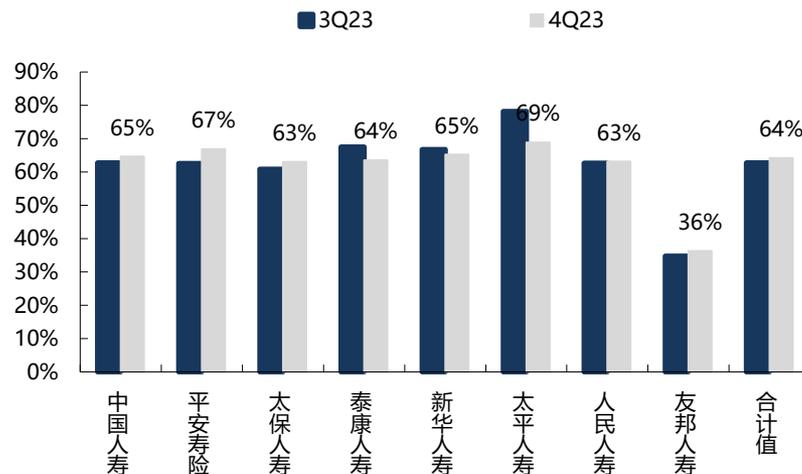
3.3.3净资产重要性明显提升

- 二期工程下，净资产重要性显著提升，未来将成为寿险公司实际资本确认掣肘和估值重要参考中枢。对比一期工程和二期工程下样本寿险公司净资产/核心资本和净资产/实际资本比值，该比值越高表明资本扎实程度更高，但经营杠杆倍数较低，受二期工程影响更小
 - 假设一家寿险公司期末净资产为650亿元，则保单未来盈余确认在核心资本中的比例最高为350亿元 ($650/(1-35\%)-650=350$)，假设无其他对净资产的调整额，期末核心资本为1,000亿元，附属资本最高为1,000亿元，实际资本最高为2,000亿元，也即实际资本/净资产的最高杠杆倍数为2.08 ($2000/650-1$)。
 - 若实际资本超过净资产的2.08倍，则当年新业务带来的保单未来盈余的增加并不能带来偿付能力的提升，甚至会短期带来偿付能力的恶化（新业务短期无法带来利润，净资产无法增厚，而各级资本工具余额超过限额的，确认为资本性负债）。因此净资产作为实际资本计算基础，对核心资本的内源性贡献重要性提升。

图：样本寿险公司净资产/实际资本对比



图：样本寿险公司净资产/核心资本对比



3.3.4探析寿险公司“资本-成长-盈利”正循环

- 寿险公司股东通过资本投入支撑优质保单业务成长，进而驱动稳定有效业务价值利润释放，内源性资本再投入促成新业务的良性成长，由此实现了资本（净资产、偿付能力充足率、每股分红）、成长（保单未来盈余、剩余边际、新业务价值和内含价值）以及盈利（净利润、营运利润、投资收益、ROE）共生增长。

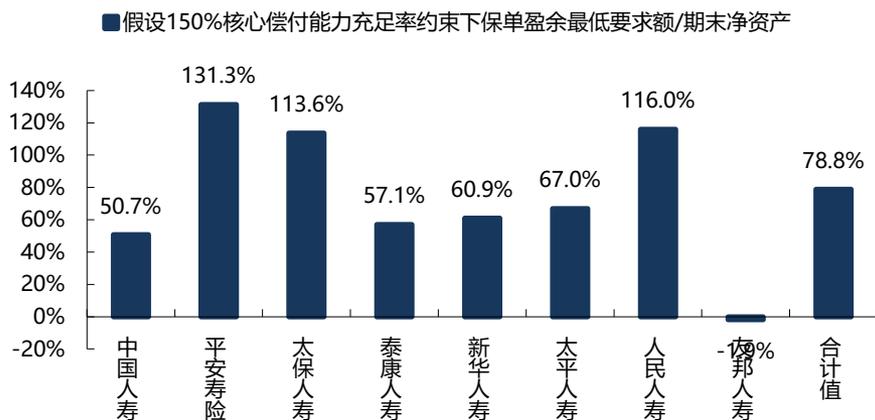
图：优秀的寿险公司有望通过估值与业绩的稳定提升，实现“资本-成长-盈利”正循环



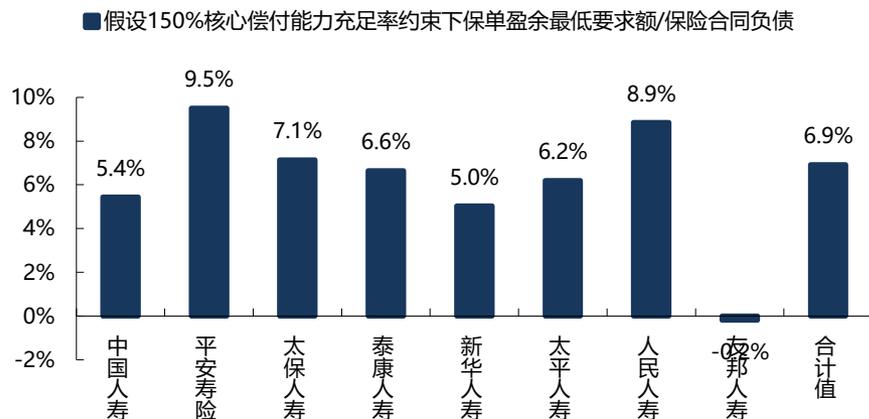
3.3.5探析寿险公司“资本-成长-盈利”正循环

- 我们计算了承保经营杠杆倍数指标，以表征股东投入每单位资本所需要最低要求的长期保单未来盈余，侧面体现报表潜在分红能力，该指标越低则表明潜在分红能力越强
 - 4Q23末假设150%核心偿付能力充足率约束下保单盈余最低要求额/期末净资产由高至低为平安寿险(131.3%)、人民人寿(116.0%)、太保人寿(113.6%)、太平人寿(67.0%)、新华人寿(60.9%)、泰康人寿(57.1%)、中国人寿(50.7%)、友邦人寿(-1.9%)。
- 我们计算了长期保单承保盈利设定要求度指标，以表征股东投入每单位保险合同所需要最低要求的长期保单未来盈余，该指标越低则表明潜在分红能力越强
 - 4Q23末假设150%核心偿付能力充足率约束下保单盈余最低要求额/保险合同负债由高至低为平安寿险(9.5%)、人民人寿(8.9%)、太保人寿(7.1%)、泰康人寿(6.6%)、太平人寿(6.2%)、中国人寿(5.4%)、新华人寿(5.0%)、友邦人寿(-0.2%)。

图：4Q23末样本寿险公司承保经营杠杆倍数指标



图：4Q23末样本寿险公司长期保单盈利设定要求度



4.最低资本分析

➤ 最低资本是计算偿付能力充足率的分母指标

- 最低资本由三部分组成：1.可资本化风险最低资本，即保险风险、市场风险、信用风险对应的最低资本；2.控制风险最低资本，即控制风险对应的最低资本；3.附加资本，包括逆周期附加资本、系统重要性保险机构的附加资本以及其他附加资本。

➤ 4Q23样本寿险公司最低资本为13,400亿元，较上季度末环比减少1.0%

最低资本4Q23较3Q23末环比增速由高至低为中国人寿(2.2%)、太保人寿(0.6%)、平安寿险(-0.8%)、友邦人寿(-1.0%)、太平人寿(-1.2%)、人民人寿(-2.1%)、泰康人寿(-7.0%)、新华人寿(-10.7%)。

4Q23样本寿险公司量化风险最低资本环比3Q23减少1.0%，在整体最低资本构成中占比达99.09%是核心资本消耗来源

各最低资本环比增速分别为寿险业务保险风险最低资本(-2.2%)、非寿险业务保险风险最低资本(-5.8%)、市场风险最低资本(-0.5%)、信用风险最低资本(2.7%)、量化风险分散效应(减少项,-0.4%)

4Q23末样本寿险公司中平安寿险期末最低资本环比3Q23降幅最小(达-0.8%，平均为-1.0%)，主要系公司市场风险最低资本环比降幅-0.3%所致(平均为-0.5%)；新华人寿期末最低资本环比3Q23降幅最大(达-10.7%，平均为-1.0%)，主要系公司市场风险最低资本降低幅度较大为-6.9%所致(平均为-0.5%)

4.2最低资本的风险构成分析

➤ 样本寿险公司4Q23末寿险业务保险风险、非寿险业务保险风险、市场风险和信用风险最低资本占比分别为27%、1%、57%和15%

- 4Q23末样本寿险公司中友邦人寿期末寿险业务保险风险最低资本占比最高（达38%，平均为27%），同时信用风险最低资本最低（达10%，平均为15%）。
- 中国人寿期末寿险业务保险风险最低资本占比最低（达18%，平均为27%），同时市场风险最低资本最高（达64%，平均为57%）。

表：4Q23样本寿险公司最低资本表

最低资本表4Q23环比3Q23变动	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
量化风险最低资本	2.1%	-0.8%	0.5%	-7.0%	-10.8%	-1.1%	-2.2%	-1.1%	-1.0%
其中：寿险业务保险风险最低资本	1.9%	-2.3%	-0.9%	0.0%	-19.1%	0.8%	-0.2%	-4.1%	-2.2%
其中：非寿险业务保险风险最低资本	-3.8%	-20.9%	-12.3%	-24.1%	-13.1%	-1.5%	-1.7%	1.7%	-5.8%
其中：市场风险最低资本	1.5%	-0.3%	-0.2%	-2.7%	-6.9%	-1.9%	-4.4%	0.8%	-0.5%
其中：信用风险最低资本	3.7%	2.4%	2.0%	5.4%	-2.2%	2.8%	1.4%	4.6%	2.7%
其中减少：量化风险分散效应	2.1%	-0.6%	-0.1%	1.0%	-11.3%	0.8%	-0.5%	-0.5%	-0.4%
损失吸收效应调整	-1.5%	0.1%	-2.4%	16.9%	-0.1%	1.8%	-8.6%	0.0%	1.6%
控制风险最低资本	-1.7%	-6.2%	-3.9%	178.9%	-7.2%	15.3%	1.6%	-13.5%	-2.9%
附加资本	-	-	-	-	-	-	-	-	-
最低资本合计	2.2%	-0.8%	0.6%	-7.0%	-10.7%	-1.2%	-2.1%	-1.0%	-1.0%
4Q23末简单量化风险构成	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
寿险业务保险风险最低资本	18%	33%	28%	27%	28%	32%	22%	38%	27%
非寿险业务保险风险最低资本	2%	0%	1%	0%	0%	1%	1%	1%	1%
市场风险最低资本	64%	56%	50%	56%	55%	51%	55%	51%	57%
信用风险最低资本	16%	11%	22%	16%	16%	17%	22%	10%	15%
量化风险简单加总	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

4.3 保险风险最低资本环比下降

➤ 退保和损失发生风险最低资本下降导致保险风险最低资本下降

- 4Q23末，样本寿险公司寿险业务保险风险最低资本为5,507亿元，同比减少2.2%，其中损失发生风险最低资本、退保风险最低资本、费用风险最低资本和风险分散效应占寿险业务保险风险最低资本占比为81.7%、45.3%、9.3%和36.4%。
- 4Q23末样本寿险公司中新华人寿寿险业务保险风险最低资本下降最大（达-19.1%），主要系新华寿险损失发生风险最低资本下降较大所致（达-23.3%）；中国人寿寿险业务保险风险最低资本上升幅度最大（为1.9%），主要系中国人寿损失发生风险最低资本提升较大所致（达2.0%）。

表：4Q23样本寿险公司寿险业务保险风险最低资本构成占比

寿险业务保险风险最低资本构成占比	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
寿险业务保险风险最低资本	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其中：损失发生风险最低资本	76.0%	88.1%	79.6%	74.1%	84.6%	86.6%	86.3%	52.5%	81.7%
其中：退保风险最低资本	51.4%	38.8%	48.2%	60.1%	36.7%	40.7%	30.5%	75.3%	45.3%
其中：费用风险最低资本	12.7%	6.4%	11.0%	7.1%	12.7%	7.2%	14.3%	12.1%	9.3%
其中减少：寿险业务保险风险-风险分散效应	40.1%	33.3%	38.7%	41.3%	34.1%	34.5%	31.1%	40.0%	36.4%
寿险业务保险风险最低资本4Q23环比3Q23	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
寿险业务保险风险最低资本	1.9%	-2.3%	-0.9%	0.0%	-19.1%	0.8%	-0.2%	-4.1%	-2.2%
其中：损失发生风险最低资本	2.0%	-0.9%	-1.9%	0.1%	-23.3%	1.0%	0.4%	2.5%	-2.2%
其中：退保风险最低资本	1.8%	-8.6%	1.9%	-0.1%	0.4%	0.1%	-3.5%	-7.6%	-2.7%
其中：费用风险最低资本	1.8%	-1.4%	-0.6%	0.0%	0.1%	0.6%	-1.0%	1.5%	0.1%
其中减少：寿险业务保险风险-风险分散效应	1.9%	-6.1%	0.4%	0.0%	-5.6%	0.4%	-2.2%	-1.1%	-2.1%

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

4.4 市场风险最低资本环比基本持平

➤ 4Q23末，样本寿险公司市场风险最低资本为11,841亿元，较3Q23减少0.5%

- 其中国寿的寿险业务市场风险最低资本提升最大（4Q23环比3Q23提升达1.5%）；新华人寿寿险业务市场风险最低资本降幅最大（4Q23环比3Q23降低6.9%）。

表：4Q23样本寿险公司市场风险最低资本表

市场风险最低资本占比	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
市场风险最低资本	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其中：利率风险最低资本	46.2%	55.6%	67.7%	72.9%	62.5%	80.6%	47.3%	94.2%	57.4%
其中：权益价格风险最低资本	90.9%	73.7%	72.2%	67.7%	70.1%	59.9%	86.8%	48.9%	77.9%
其中：房地产价格风险最低资本	4.1%	7.0%	3.8%	11.5%	2.9%	6.8%	3.4%	9.1%	5.7%
其中：境外固定收益类资产价格风险最低资本	0.0%	0.7%	0.1%	0.6%	0.2%	0.0%	0.3%	0.0%	0.3%
其中：境外权益类资产价格风险最低资本	7.6%	28.3%	20.7%	18.9%	29.2%	21.1%	14.5%	2.3%	18.3%
其中：汇率风险最低资本	1.3%	4.8%	3.0%	2.5%	4.5%	2.7%	2.3%	0.1%	2.9%
其中：市场风险-风险分散效应	50.2%	70.0%	67.5%	74.1%	69.2%	71.1%	54.6%	54.6%	62.5%
市场风险最低资本4Q23环比3Q23	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
市场风险最低资本	1.5%	-0.3%	-0.2%	-2.7%	-6.9%	-1.9%	-4.4%	0.8%	-0.5%
其中：利率风险最低资本	1.0%	-1.1%	-3.8%	-0.6%	-11.8%	-2.5%	-11.2%	-2.5%	-2.1%
其中：权益价格风险最低资本	1.4%	0.2%	2.6%	-4.1%	-5.0%	0.5%	-2.6%	20.1%	0.4%
其中：房地产价格风险最低资本	6.8%	0.8%	-1.8%	4.7%	-6.9%	12.1%	12.0%	0.5%	3.3%
其中：境外固定收益类资产价格风险最低资本	-11.0%	2.2%	135.9%	3.5%	27.3%	#DIV/0!	6.2%	#DIV/0!	5.3%
其中：境外权益类资产价格风险最低资本	4.9%	-0.7%	-0.6%	-7.1%	-2.8%	-8.4%	-7.5%	-0.6%	-1.5%
其中：汇率风险最低资本	3.5%	-1.5%	-2.1%	1.3%	-3.7%	-8.4%	-6.3%	-26.7%	-1.4%
其中：市场风险-风险分散效应	1.8%	-0.7%	-1.2%	-1.8%	-7.7%	-1.7%	-7.8%	10.1%	-0.8%

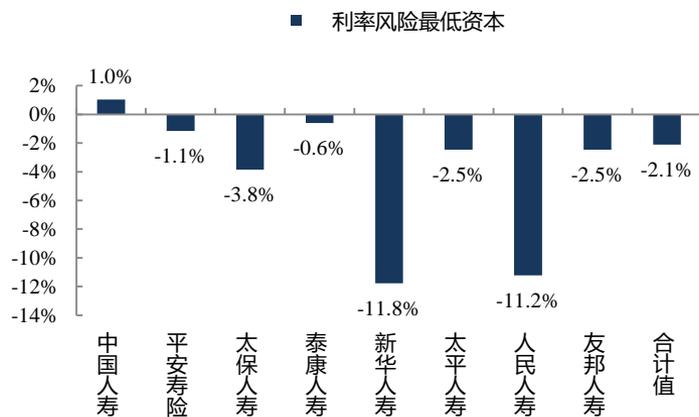
数据来源：银保监会，东吴证券研究所

4.4.1利率风险最低资本环比降低

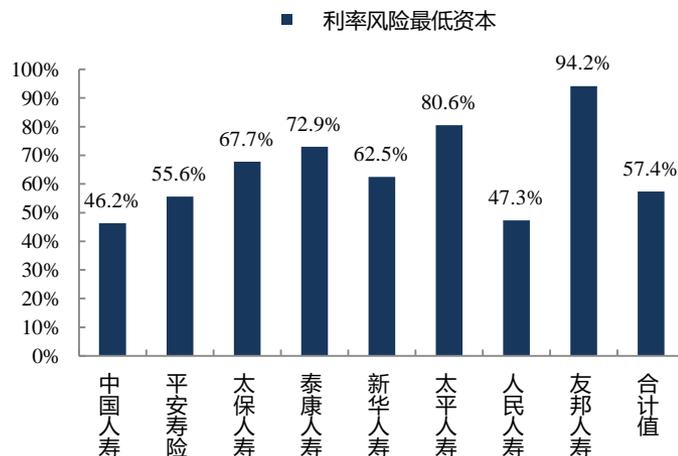
➤ 新华人寿利率风险最低资本逆势下降幅度最大，中国人寿增幅最大

- 4Q23末利率风险最低资本环比3Q23增速由高至低为中国人寿(1.0%)、泰康人寿(-0.6%)、平安寿险(-1.1%)、友邦人寿(-2.5%)、太平人寿(-2.5%)、太保人寿(-3.8%)、人民人寿(-11.2%)、新华人寿(-11.8%)。
- 新华人寿、人民人寿4Q23利率风险最低资本环比分别下降11.8%、11.2%，主要受到资产配置调整等影响。

图：4Q23样本寿险公司利率风险最低资本环比



图：4Q23样本寿险公司利率风险最低资本占比

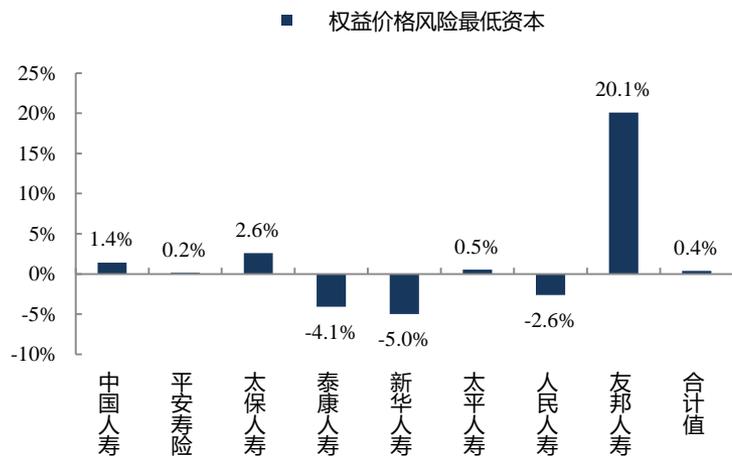


4.4.2 权益价格风险最低资本环比提升

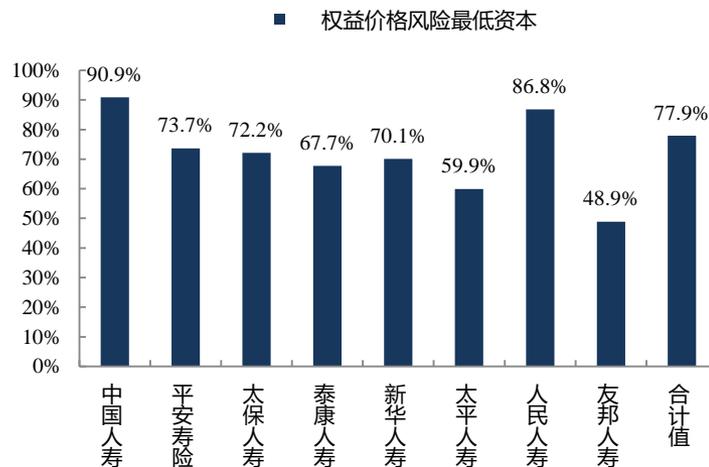
➤ 中国人寿权益价格风险最低资本占比最大，友邦人寿最小；环比增速友邦人寿最大，新华人寿大幅下降

- 4Q23末权益价格风险最低资本环比3Q23增速由高至低为友邦人寿(20.1%)、太保人寿(2.6%)、中国人寿(1.4%)、太平人寿(0.5%)、平安寿险(0.2%)、人民人寿(-2.6%)、泰康人寿(-4.1%)、新华人寿(-5.0%)。
- 期末权益价格风险最低资本在市场风险最低资本占比由高至低为中国人寿(90.9%)、人民人寿(86.8%)、平安寿险(73.7%)、太保人寿(72.2%)、新华人寿(70.1%)、泰康人寿(67.7%)、太平人寿(59.9%)、友邦人寿(48.9%)。

图：4Q23样本寿险公司权益价格风险最低资本环比



图：4Q23样本寿险公司权益价格最低资本占比



4.5信用风险最低资本小幅上升

➤ 4Q23末，样本寿险公司信用风险最低资本为3,192亿元，同比增长2.7%

- 归因来看其中利差风险最低资本、交易对手违约风险最低资本、信用风险-风险分散效应（减少项）4Q23环比3Q23增速分别为11.53%、-1.65%、6.87%，4Q23末上述三项占信用风险最低资本占比为52.24%、72.43%和24.67%。
- 4Q23末样本寿险公司中泰康人寿信用风险最低资本提升最大（达5.35%）；新华人寿信用风险最低资本降幅最大（达-2.15%）。

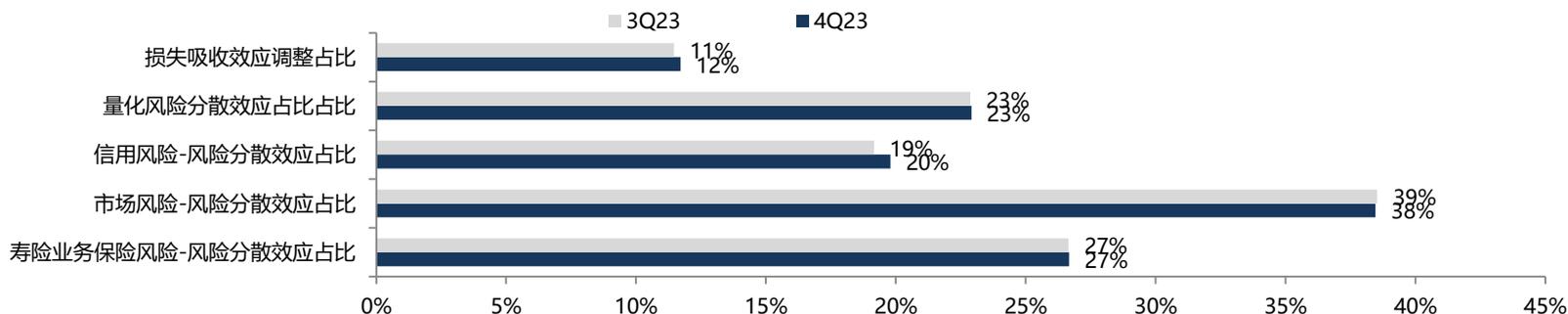
表：4Q23样本寿险公司信用风险最低资本表

信用风险最低资本构成	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
信用风险最低资本	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
其中：利差风险最低资本	54.55%	54.51%	42.20%	54.19%	34.42%	76.54%	55.50%	19.05%	52.24%
其中：交易对手违约风险最低资本	71.27%	71.31%	80.72%	71.58%	85.68%	48.01%	70.46%	93.52%	72.43%
其中：信用风险-风险分散效应	25.83%	25.82%	22.92%	25.77%	20.10%	24.55%	25.96%	12.57%	24.67%
信用风险最低资本4Q23环比3Q23变化	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
信用风险最低资本	3.65%	2.44%	1.95%	5.35%	-2.15%	2.82%	1.37%	4.58%	2.67%
其中：利差风险最低资本	8.61%	10.18%	9.15%	35.18%	33.01%	5.75%	7.23%	-1.25%	11.53%
其中：交易对手违约风险最低资本	0.72%	-1.89%	-0.34%	-6.55%	-7.49%	-2.70%	-2.18%	5.13%	-1.65%
其中：信用风险-风险分散效应	5.34%	5.20%	6.26%	18.40%	23.37%	0.34%	3.25%	-0.43%	6.87%

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

4.6 风险分散效应基本持平

图：风险分散效应二期工程4Q23环比变化



表：风险分散效应4Q23与3Q23基本持平

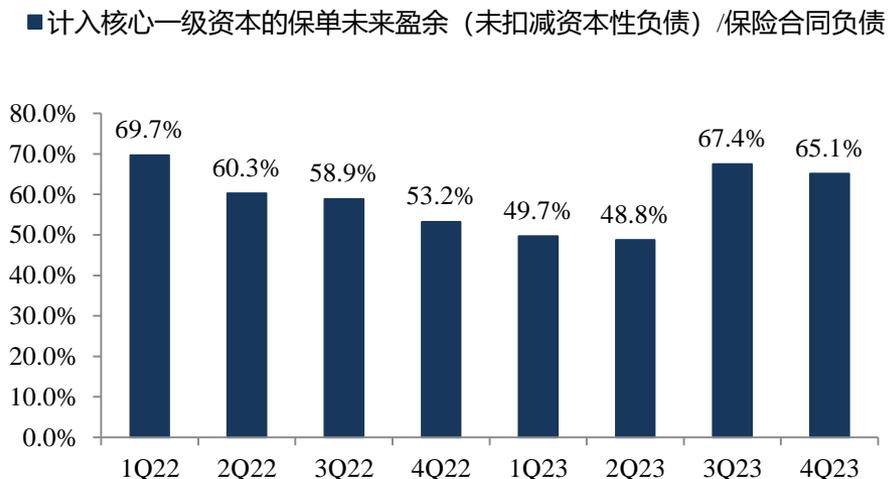
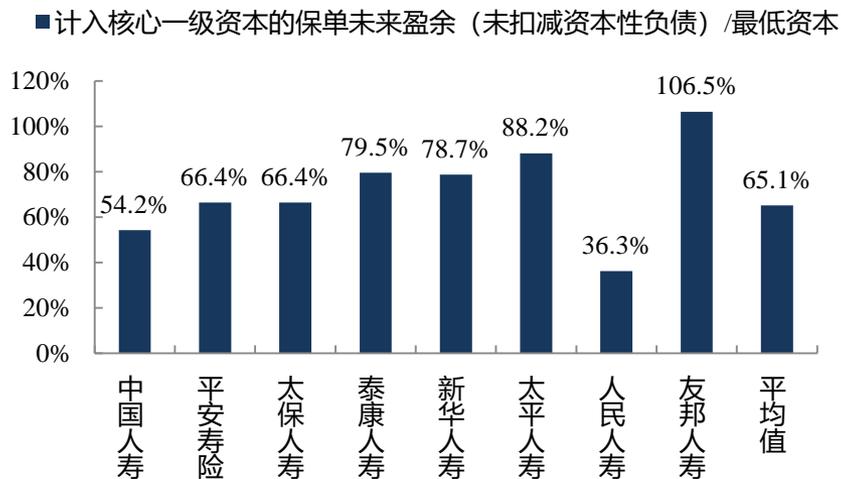
4Q23	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	平均
寿险业务保险风险-风险分散效应占比	29%	25%	28%	29%	25%	26%	24%	29%	27%
市场风险-风险分散效应占比	33%	41%	40%	43%	41%	42%	35%	35%	38%
信用风险-风险分散效应占比	21%	21%	19%	20%	17%	20%	21%	11%	20%
量化风险分散效应占比占比	21%	23%	26%	23%	24%	25%	24%	24%	23%
损失吸收效应调整占比	8%	13%	14%	22%	9%	13%	7%	14%	12%
3Q23	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	平均
寿险业务保险风险-风险分散效应占比	29%	26%	28%	29%	23%	26%	24%	28%	27%
市场风险-风险分散效应占比	33%	41%	41%	42%	41%	42%	36%	33%	39%
信用风险-风险分散效应占比	20%	20%	18%	19%	14%	20%	20%	12%	19%
量化风险分散效应占比	21%	23%	26%	23%	24%	25%	24%	24%	23%
损失吸收效应调整占比	8%	13%	14%	18%	8%	13%	8%	14%	11%

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

➤ 我们以逐季披露的“保单未来盈余/最低资本”指标来分析资本经营的效率，分子选用的是计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债）

- 该指标内涵是每消耗1单位要求资本所能创造的长期保单未来盈利，该比值越高表明寿险公司单位资本消耗越低，资本经营效率更高。2023年9月，《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》明确，剩余期限10年期以上保单未来盈余计入核心资本的比例，从不超过35%提高至不超过40%，因此3Q23样本寿险公司资本效率指标上升至67.4%，4Q23小幅下降至为65.1%。
- 4Q23末计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债）/最低资本由高至低为友邦人寿(106.5%)、太平人寿(88.2%)、泰康人寿(79.5%)、新华人寿(78.7%)、太保人寿(66.4%)、平安寿险(66.4%)、中国人寿(54.2%)、人民人寿(36.3%)。

图：4Q23末样本寿险公司资本经营效率指标



5.主要结论与投资建议

5.1主要结论

➤ 标准化得分由高至低为友邦人寿(4.4)、泰康人寿(4.0)、太平人寿(3.7)、平安寿险(2.7)、新华人寿(1.6)、中国人寿(1.3)、太保人寿(1.1)、人民人寿(0.5)

表：东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系（寿险篇，评价时间：4Q23）

标准化	计算指标	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿
财务指标	规模保费同比增速 (+)	0.0	0.6	0.2	0.8	0.2	0.6	0.6	1.0
	综合退保率 (-)	0.0	-0.1	-0.4	-0.6	-0.4	-0.4	-1.0	-0.2
	ROE (+)	0.2	0.8	0.2	1.0	0.0	0.2	0.7	0.3
	综合投资收益率 (+)	0.1	0.1	0.0	0.8	0.0	1.0	0.1	0.3
保单盈利能力	保单未来盈余/保险合同负债 (+)	0.2	0.4	0.2	0.7	0.3	0.6	0.0	1.0
净资产稳健性	净资产/核心资本 (+)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.9	1.0	0.8	0.0
最低资本构成	保险风险最低资本占比 (+)	0.0	0.6	0.4	0.4	0.4	0.6	0.1	1.0
资本经营效率	保单未来盈余/最低资本 (+)	0.3	0.4	0.4	0.6	0.6	0.7	0.0	1.0
承保经营杠杆倍数（潜在分红能力）	假设150%核心偿付能力充足率约束下保单盈余最低要求额/期末净资产 (-)	-0.4	-1.0	-0.9	-0.4	-0.5	-0.5	-0.9	0.0
标准化得分		1.3	2.7	1.1	4.0	1.6	3.7	0.5	4.4

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

注：1.计算指标中红色为正向指标，越高赋分越高，绿色为负向指标，负数赋分表征表现较差

2.国寿不披露综合退保率和规模保费增速，因此不参与该两指标排序打分

➤ **当前悬在寿险股估值上方的仍是利差损这一达摩克利斯之剑，关注2H24预定利率再次下调的可能性，财险股的避险优势仍将延续。**

- 随着 2023 年 9 月，《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》的发布进一步优化了偿付能力监管标准，实施差异化调节最低资本要求以及优化资本计量标准和风险因子，保险公司的平均综合偿付能力充足率和平均核心偿付能力充足率环比均略有提升，一定程度缓解了保险公司的偿付能力压力。2023 年以来监管机构通过窗口指导下调产品定价利率、发文要求保险公司加强资产负债管理、严控渠道费用等方式规范行业经营行为、降低行业负债成本，从而促进保险行业的长期稳健发展。我们认为险企自身应通过优化业务结构、资产结构，提升内生资本的能力，从而保持偿付能力充足。
- 活跃资本市场政策持续加码，严监管肃清市场乱象，为长期资金入市保障制度基础，保险股票投资收益预期改善。
- 推荐顺序：中国太保、中国财险、底部反转的新华保险和中国平安。

6.附录：新旧保险合同会计准则差异及新准则利润变动分析

➤ IFRS17相较于现行准则提升了报表可比性

- A股上市险企于2023年初同步实施《企业会计准则第25号——保险合同》（后文简称IFRS17）和《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》（后文简称IFRS9），并且按照IFRS17规定追溯上年可比数据，按照IFRS9规定选择不追溯上年可比数据。

新保险合同准则

原准则下保费收款一次性全额确认为收入，新准则下保费收款在整个保险期间逐期确认收入，并剔除其中的现金价值成分。

原准则下负债评估的折现率使用750天移动平均国债收益率曲线，收益率曲线变动影响计入当期损益。新准则使用即期国债收益率曲线作为折现率，收益率曲线变动影响计入所有者权益。

新准则按照利润来源，区分承保业绩和投资回报业绩分别列示。

金融资产分类由“四分类”改为“三分类”，分别是以摊余成本计量的金融资产、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。

金融资产减值计提由“已发生损失法”改为“预期信用损失法”，要求基于历史损失信息、当前信息和未来预测信息，对预期信用风险损失进行估计，并计提减值准备。

新金融工具会计准则IFRS9

两个新准则对保险公司内部管理、财务会计、业绩考核等提出了新要求

有利于保险公司更加稳健经营和高质量发展。

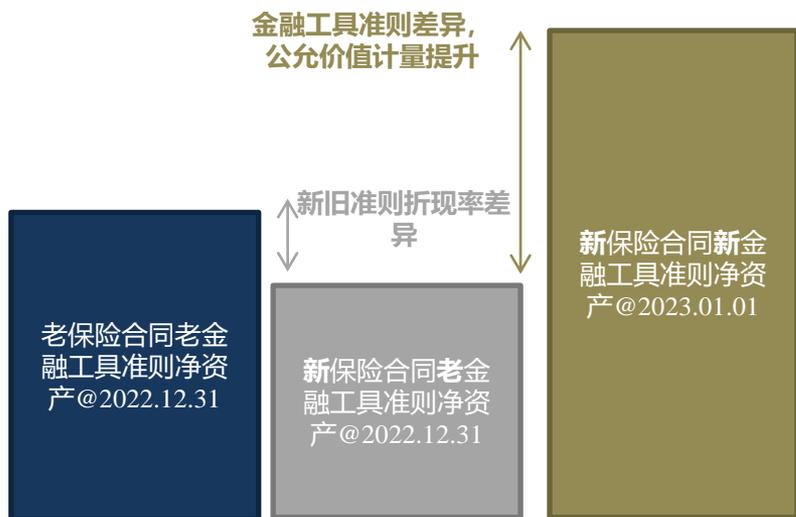
上市险企信息披露工作需要进一步优化

2023年末净资产显分化，资产负债匹配能力显现

➤ 2023.1.1, IFRS9&17同步施行日，公司按规定对期初归母净资产进行追溯调整，调增得益于部分资产确认为公允价值计量且追溯调整新旧准则规定差异，提升期初留存收益

- 从年末来看，上市险企2023末净资产较年初增速3.3%，其中太保（8.4%）、人保（5.4%）和平安（3.4%）增速同业领先，新华（-8.1%）和国寿（2.4%）低于平均水平。
- 我们预计主要系资产端公允价值计量增加，净资产稳健性一定程度体现了公司资产负债匹配能力。

上市险企切换日净资产提升示意图



准则切换影响梳理	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险	中国人保	合计
单位：百万元						
2022.12.31-旧保险合同旧金融工具①	858,675	436,169	228,446	102,884	221,510	1,847,684
2022.12.31-新保险合同旧金融工具②	869,191	366,021	196,477	97,975	222,851	1,752,515
2023.01.01-新保险合同新金融工具③	869,191	466,123	230,329	114,326	229,880	1,909,849
2023.12.31-新保险合同新金融工具④	899,011	477,093	249,586	105,067	242,355	1,973,112
切换日净资产增速1 ②/①-1	1.2%	-16.1%	-14.0%	-4.8%	0.6%	-5.2%
切换日净资产增速2 ③/②-1	0.0%	27.3%	17.2%	16.7%	3.2%	9.0%
2023年净资产较年初 增速④/①-1	3.4%	2.4%	8.4%	-8.1%	5.4%	3.3%

- 公司按照IFRS17规定追溯上年可比数据，按照IFRS9规定选择不追溯上年可比数据
- 2022年上市险企可比归母净利润由旧准则下的1,887亿元调增至新准则下的2,619亿元，调增比例达38.8%
 - 主要得益于新旧保险合同准则对折现率使用变化以及新增具有直接参与分红特征的保险合同计量方法降低对净利润的波动。
 - 新华（118.9%）和太保（51.9%）调增比例高于同业，中国人保（3.9%）调增较小系新旧准则对财险利润释放影响有限。

新保险合同准则下，公司追溯调整2022年同期净利润水平

准则切换影响梳理	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险	中国人保	合计
2022追溯同期净利润						
2022净利润（原年报披露）	83,774	46,136	24,609	9,822	24,406	188,747
2022净利润（新准则追溯）	111,008	66,680	37,381	21,500	25,369	261,938
追溯差异	32.5%	44.5%	51.9%	118.9%	3.9%	38.8%

按照IFRS17规定追溯上年可比数据，按照IFRS9规定选择不追溯上年可比数据

➤ IFRS17准则按照当前可观察折现率为基础，且可以将保险合同金融变动额分解计入当期保险财务损益和其他综合收益

新准则下保险合同金融变动额可选择计入其他综合收益

简化利润表（新保险准则）		
保险服务收入	收入不含“储蓄”成分，且根据服务提供逐步确认	X
利息收入/投资收益/资产公允价值变动损益		X
营业总收入		X
保险服务费用	含赔付、费用、亏损合同损益，但不含“储蓄”成分	(X)
分出保费的分摊		(X)
摊回保险服务费用	相当于因承保而流入（可用于投资的）资金的（计入损益的）“资金成本”	X
承保财务损失		(X)
分出再保险财务收益		X
营业总支出	金融假设变更的影响（也可视为一种“资金成本”）可选择计入其他综合收益，以避免其导致保险负债的波动直接影响利润	(X)
其他损益/所得税等		X
净利润		X
其他综合收益-不能转损益的金融资产公允价值变动		X
其他综合收益-可转损益的金融资产公允价值变动		X
其他综合收益-不能转损益的保险合同金融变动		(X)
其他综合收益-可转损益的保险合同金融变动		(X)
其他综合收益-可转损益的分出再保险合同金融变动		X
综合收益合计		X

第三十四条 企业应当考虑持有的相关资产及其会计处理，在合同组合层面对保险合同金融变动额的会计处理做出下列会计政策选择：

（一）将保险合同金融变动额全额计入当期保险财务损益。

（二）将保险合同金融变动额分解计入当期保险财务损益和其他综合收益。选择该会计政策的，企业应当在合同组剩余期限内，采用系统合理的方法确定计入各个期间保险财务损益的金额，其与保险合同金融变动额的差额计入其他综合收益。

保险财务损益，是指计入当期及以后期间损益的保险合同金融变动额。保险财务损益包括企业签发的保险合同的承保财务损益和分出的再保险合同的分出再保险财务损益。

2023年度会计估计变更专项说明

公司以资产负债表日可获取的当前信息为基础确定包括折现率、死亡率、发病率、退保率、费用假设、保单红利假设等在内的精算假设，用以计量资产负债表日的各项保险合同准备金。2023年，假设变更增加2023年12月31日寿险及长期健康险责任准备金人民币3,140百万元，减少税前利润人民币3,140百万元。

- **折现率差异（原准则：移动平均线VS新准则：可观察市场数据确定）**
- **新准则：企业在采用“自下而上的方法”确定以人民币计价的、不随基础项目回报而变动的保险合同现金流量对应的折现率时，可以考虑基础曲线加溢价的构建方法**
 - 基础曲线考虑由以下三段组成：
 - 20年以内期限的曲线部分为当前无风险收益率曲线，如中国国债收益率曲线、政策性金融债收益率曲线等；（VS原准则：750天移动平均国债收益率曲线）
 - 20年至40年期限的曲线部分为采用二次插值法、Smith-Wilson方法等系统合理的插值方法计算得到的终极利率过渡曲线；（VS原准则：二次插值法）
 - 40年以上期限的曲线部分为用按系统合理的方法确定的终极利率表示的曲线。（VS原准则：4.5%）
 - 溢价应当反映未包含在基础曲线中的流动性效应、税收影响等保险合同现金流量特征，不包括逆周期调整等与保险合同现金流量特征无关的因素。溢价应当基于当前可观察市场数据确定。

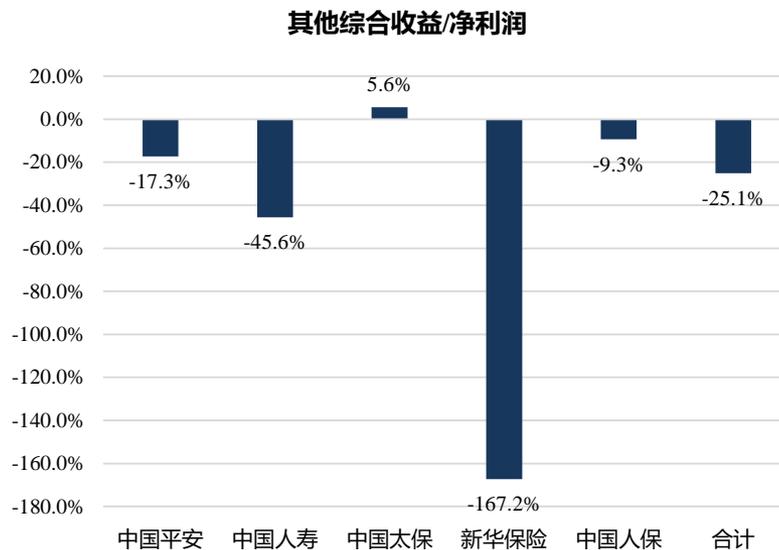
➤ **新准则下，其他综合收益中与资产端相关的科目带来正收益，与负债端有关的科目带来负收益。由于寿险公司资产端的久期小于负债端，多数公司的其他综合收益为负**

- 新准则下其他综合收益/净利润展现了不同上市险企的资产负债管理能力，给投资者横向对比保险公司提供财务视角。
- 从2023年上市险企披露来看，其他综合收益/净利润的比例由高到低依次为：中国太保（5.6%）、中国平安（-17.3%）、中国人保（-9.3%）、中国人寿（-45.6%）和新华保险（-167.2%）。
- 其他综合收益/净利润比值越趋近于零表明资产负债匹配管理越好。

利率下行对资产和负债两端带动匹配的压力



2023年上市险企其他综合收益/净利润为-25.1%



主要科目变化：保险服务收入

从一个趸交两全险业务理解新准则下保费计量方法

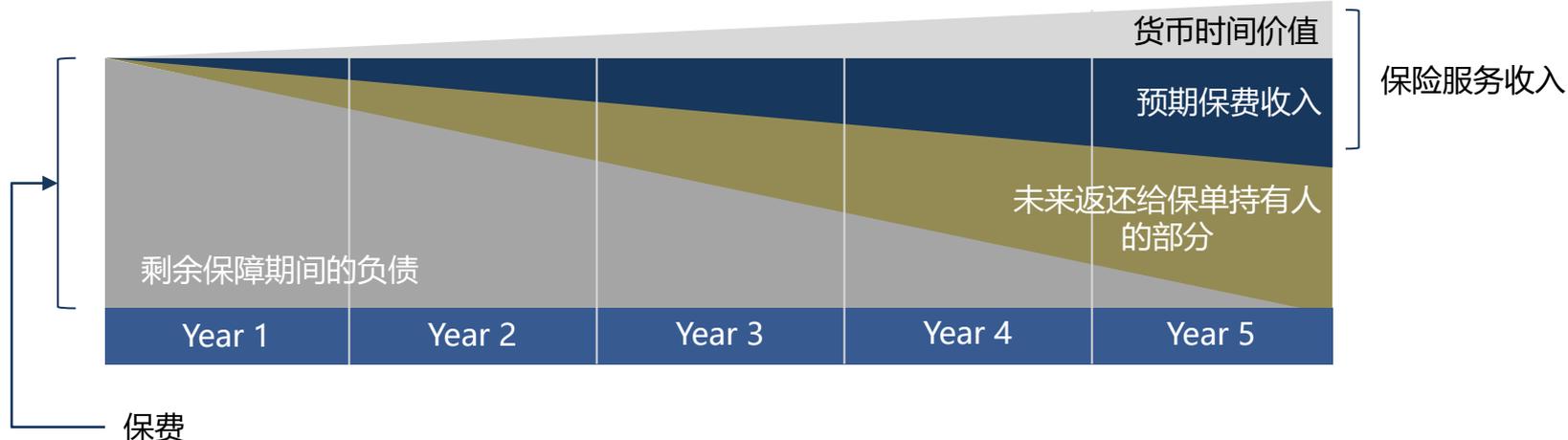
➤ 产品信息：一份5年期趸交保费的两全保险

➤ 保费分为四部分进行计量：

- 保险成分：剩余保障期间的负债(预期赔付、费用等)
- 投资成分：未来一定会返还给保单持有人的部分(满期金、生存金、退保金)
- 预期保费收入
- 货币时间价值

➤ 保险服务收入的确认：

- 在保险期内，预期保费收入减少了剩余保障期间的负债
- 预期保费收入与货币时间价值共同组成保险服务收入
- 投资成分，即未来一定会返还给保单持有人的部分不计入保险服务收入

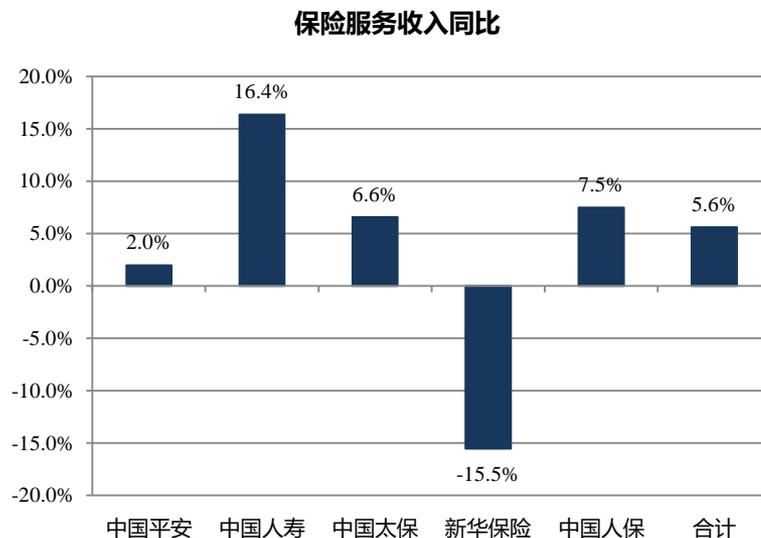
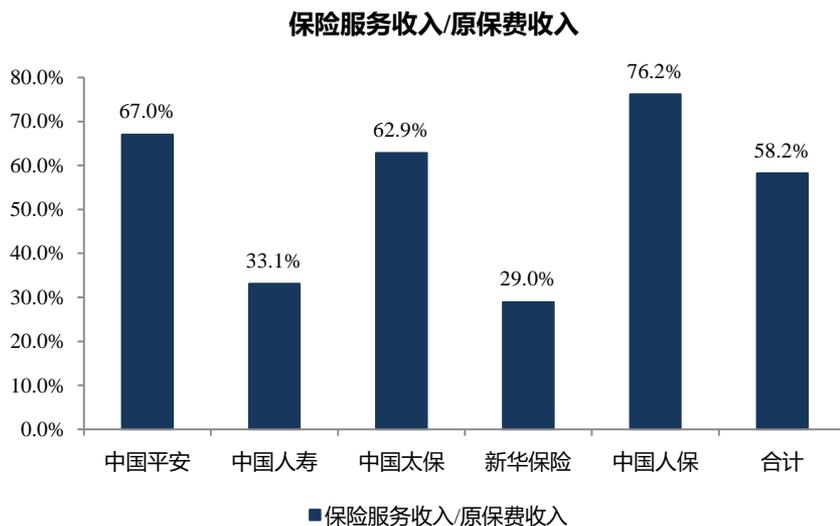


主要科目变化：保险服务收入

- 新准则下2023年“保险服务收入”同比增长5.6%，其中国寿（16.4%）增速最高，新华（-15.5%）降幅较大。
- 新准则保险服务收入/旧准则原保费收入比例为58.2%，其中新准则保险服务收入比例确认最高的为中国人保（76.2%），最低为新华保险（29.0%）。

上市险企保险服务收入/原保费收入确认比例平均约为58.2%

新准则下“保险服务收入”同比增长5.6%



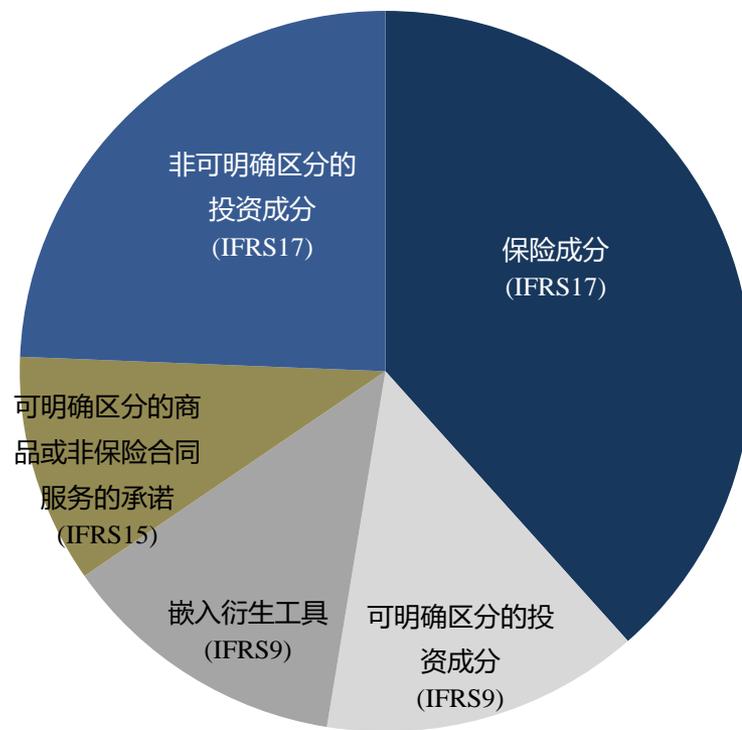
主要科目变化：保险服务收入

当前国内险种的确认和分拆

中国保险市场上各种产品的确认和分拆结果

保险产品	重大保险风险评估	是否保险合同	投资成分	投资成分的影响程度
健康险 定期寿险	通过	是	基本无投资成分	无
终身寿险	通过	是	生存金及退保金	□
两全保险 (年金+寿险)	通过	是	生存金、满期金及退保金	□□
年金保险	通过	是	年金支付、满期金	□□□
纯投资产品	未通过	否	扣除退保手续费的账户价值	□□□□

保险合同分拆及收入确认示意图

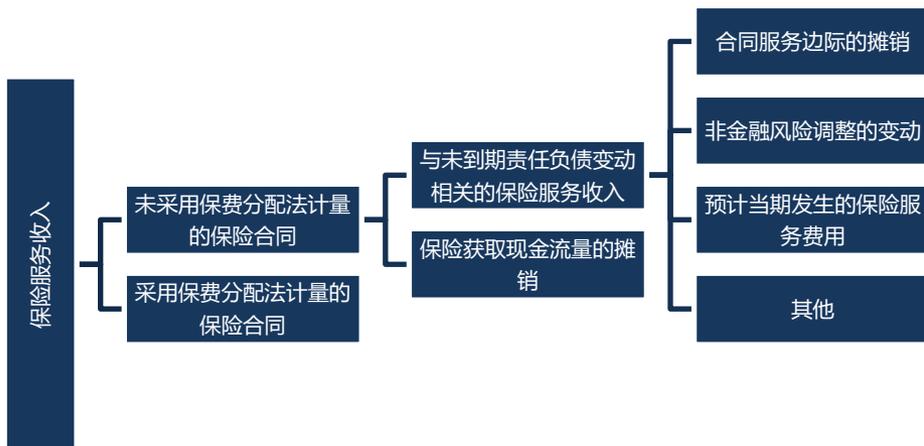


主要科目变化：保险服务收入 明细披露情况

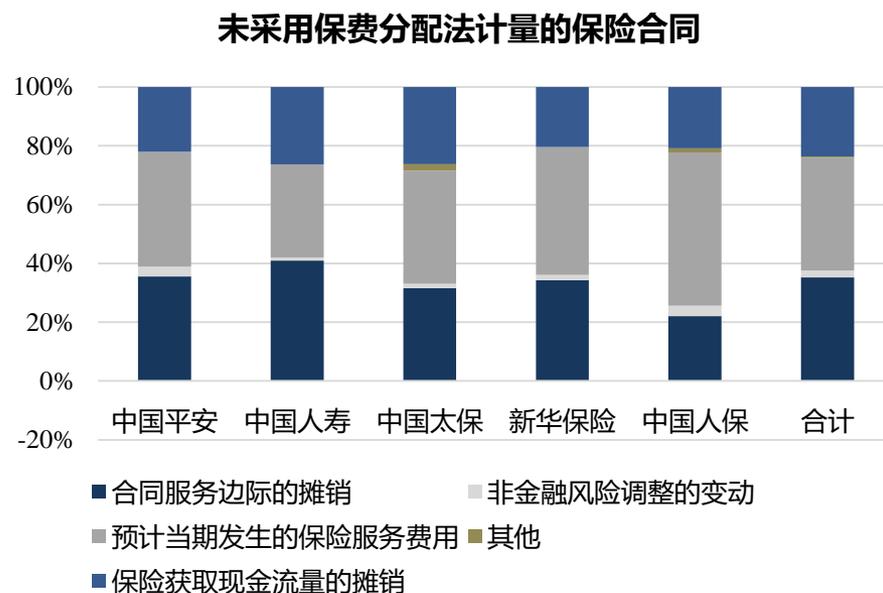
我们整理A股5家上市险企2023年报表明细中对保险服务收入附注披露

- 保险服务收入大致包括未采用保费分配法（PAA法）和采用PAA法两部分。除中国人保未披露明细外，其余上市险企基本保持披露的一致性。
- 根据报表附注，2023年上市险企未采用PAA法下的保险服务收入构成由高至低分别为预计当期发生的保险服务费用（38.3%）、合同服务边际的摊销（35.3%）、保险获取现金流量的摊销（23.7%）、非金融风险调整的变动（2.3%）、其他（0.4%）。

2023年上市险企保险服务收入附注披露明细构成示意



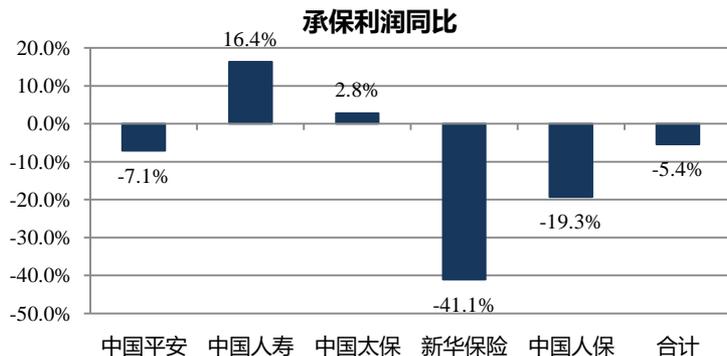
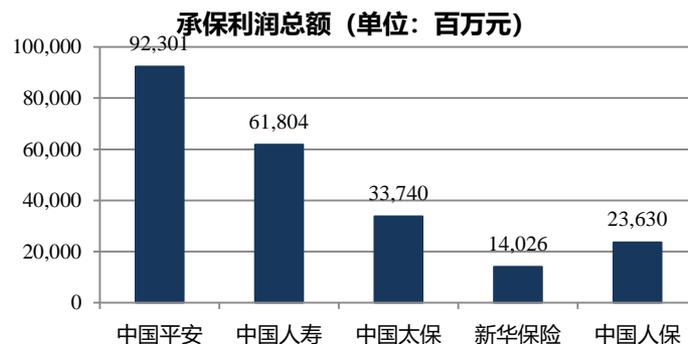
2023年上市险企保险服务收入附注披露明细构成



➤ 我们测算的承保利润【保险服务收入-（保险服务费用+（分出保费的分摊-摊回保险服务费用）+提取保费准备金）】降低5.4%，主要系各期限即期利率曲线下降，拖累合同服务边际（CSM）的释放

- 寿险承保利润类似运营利润概念，主要系其中含有合同服务边际释放，但投资收益率假设高于营运利润，寿险业务的承保财务净损益类似资金成本，用于计算投资利差。
- 财险承保利润需要扣减承保财务损益，系财险业务不含储蓄，没有资金成本。

承保利润计算示意



➤ 合同服务边际 (CSM) 是保险公司通过保险合同提供未来服务所获的潜在利润或未赚利润

- 旧准则下所有偏差及变动均直接反映在当期损益，新准则下CSM具备有利和不利吸收功能。与旧准则下的剩余边际摊销模式在保单发单时刻锁定不同，新准则下合同服务边际需在每个资产负债表日根据未来提供服务的变化进行调整，在当期以及后续提供服务的期间内摊销。对于适用浮动收费法的保险合同，基础项目中归属于公司权益的部分的变化和其他金融风险变动也属于未来提供服务的变化，调整合同服务边际。

合同服务边际的滚动调整



新准则下CSM波动性加大，利润波动平缓

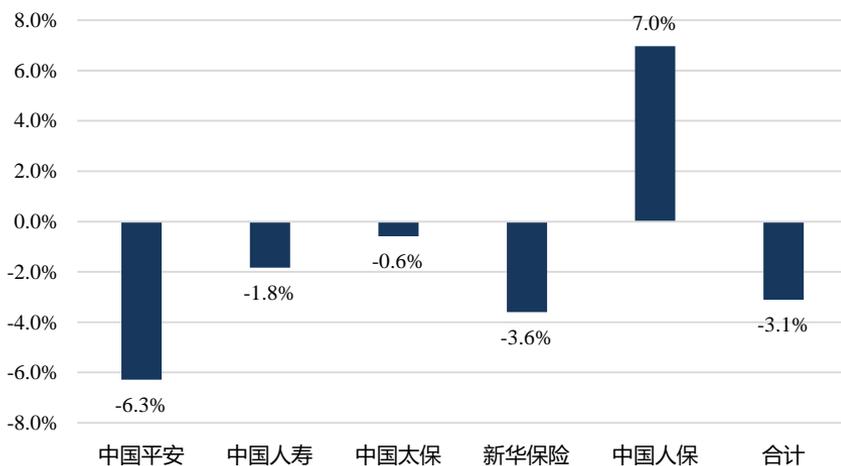
新准则	旧准则	一般模型法(长险-传统险种)	浮动收费法(长险-分红、万能险)	财务影响
发生率、费用率、退保率等非经济假设	所有偏差及变动均直接反映在当期损益	CSM	CSM	CSM吸收，当期损益影响小
利率变动		OCI	CSM	计入OCI或CSM吸收，当期损益影响小
权益市场变动		P&L;OCI	CSM	BBA下，直接影响当期损益或计入OCI VFA下，CSM吸收，当期损益影响小
保险成分及维持费用经验偏差		P&L	P&L	直接影响当期损益
投资成分经验偏差(例如退保给付，满期给付)		CSM	CSM	CSM吸收，当期损益影响小

➤ 2023年上市险企期末CSM余额较年初下降3.1%

- 其中平安 (-6.3%) 和新华 (-3.6%) 降幅较大，人保 (7.0%) 由于财险占比高实现唯一CSM的正增长，太保 (-0.6%) 得益于NBV CSM增速领先同业，降幅压力较小。
- **我们构建了CSM占保险合同负债以表征保险合同盈利能力。**2023年上市险企期末CSM占保险合同负债比例略有下降。其中，中国平安 (18.5%) 和中国太保 (17.3%) 高于行业平均水平，中国人寿 (15.8%)、新华保险 (14.7%) 和中国人保 (9.6%) 低于行业平均水平。CSM占比越高意味着存量保单盈利能力越强。

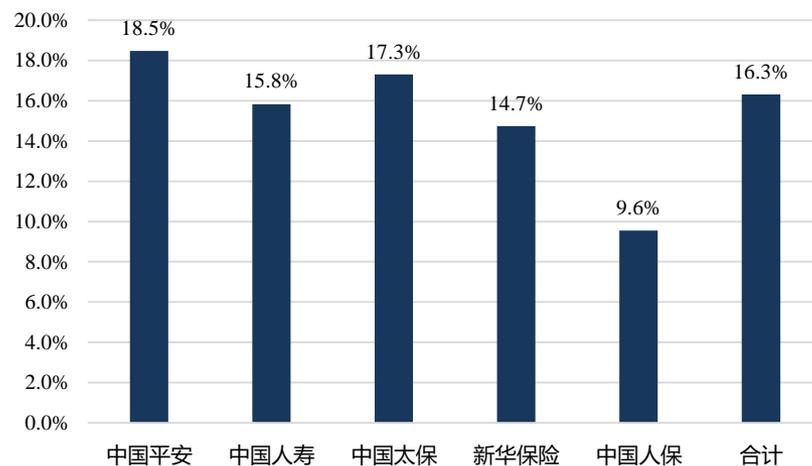
2023年末上市险企期末CSM余额较年初普遍负增长

CSM余额变动情况



2023年末CSM占保险合同负债比例略有下降

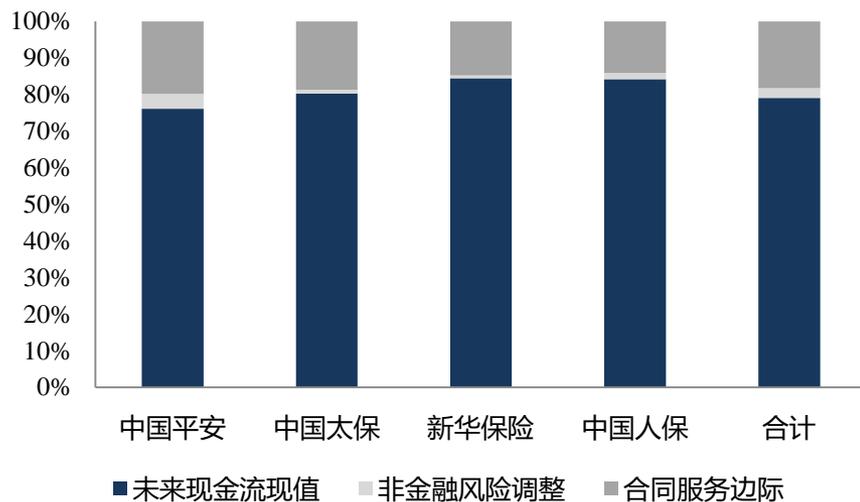
合同服务边际/保险合同负债



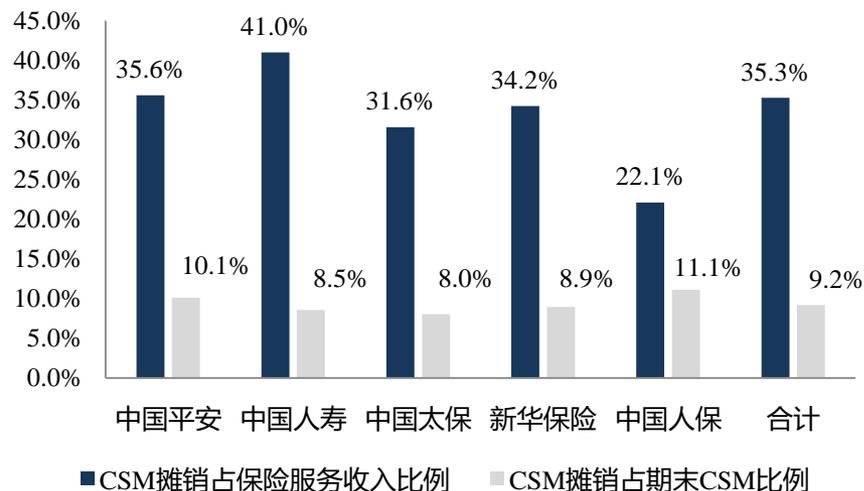
➤ 新准则下合同服务边际（CSM）的占比展现了不同上市险企的存量保单盈利能力，新准则下横向比较来看新华保险摊销速度和摊销贡献占比高于同业

- 2023年上市险企CSM摊销占未采用保费分配法计量的保险服务收入的比例由高到低依次为：中国人寿（41.0%）、中国平安（35.6%）、新华保险（34.2%）、中国太保（31.6%）和中国人保（22.1%），这一指标反映了存量利润贡献；
- 2023年上市险企CSM摊销占期末CSM的比例由高到低依次为：中国人保（11.1%）、中国平安（10.1%）、新华保险（8.9%）、中国人寿（8.5%）和中国太保（8.0%），这一指标的高低体现了CSM释放的高低，主要由不同业务结构和期限所致。

2023年末未采用保费分配法计量的保险合同按计量组成部分



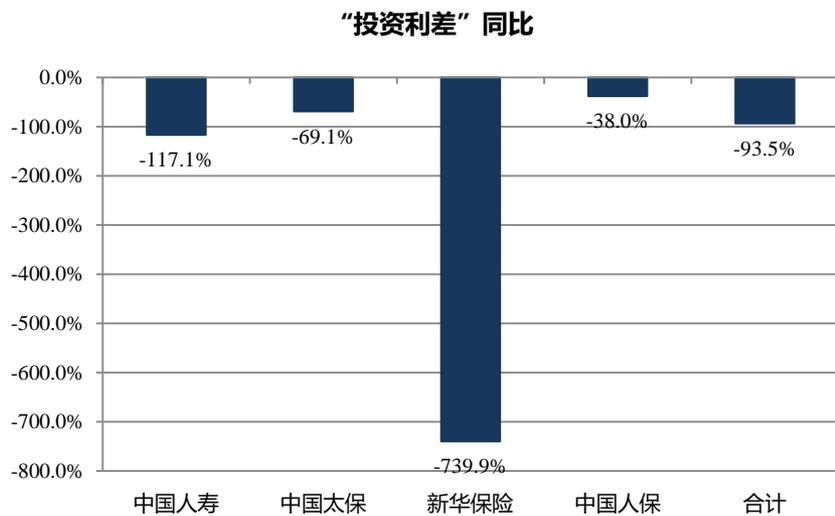
CSM摊销是当期营收的重要贡献和CSM变动的组成部分 (时间：2023年)



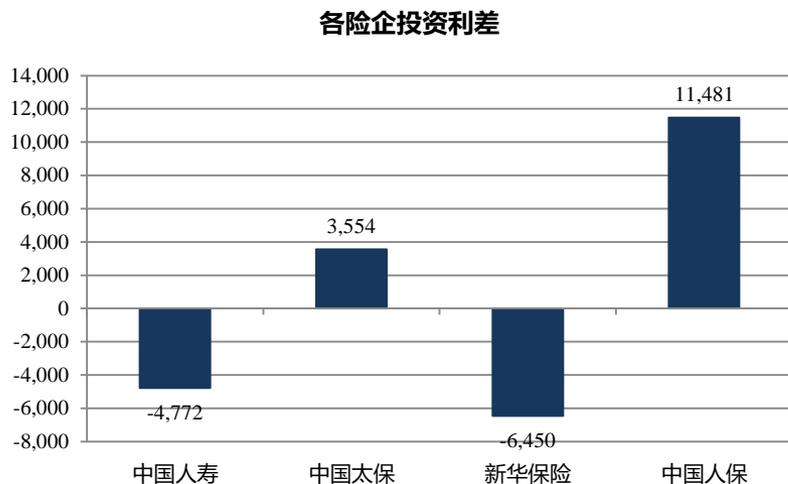
➤ 我们测算的投资利差【利息收入+投资收益+公允价值变动+汇兑损益-承保财务净损益-利息支出-信用减值损失】，2023年同比大幅降低93.5%

- 2023年上市险企投资情况不佳，行业投资利差同比下降93.5%，其中中国寿和新华由正转亏，系2023年沪深300指数和创业板指数分别下跌11.4%和19.4%。
- 2023年全年沪深300和创业板指分别下跌11.4%和19.4%，拖累利润释放。

2023年各险企“投资利差”同比



2023年各险企投资利差 (单位: 百万元)



➤ 2023年上市险企合计ROE由15.1%降低至9.8%（可比口径）；实现归母净利润同比下降27.2%（可比口径）

- 国寿（-30.7%）和新华（-59.5%）降幅较大；实现归母净利润同比增长1.0%（非可比口径，追溯前），平安（2.3%）和太保（10.8%）增幅领先。

2023年上市险企净利润同比增速一览表

单位：百万元	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险	中国人保	合计
2023新准则净利润						
2023净利润	85,665	46,181	27,257	8,712	22,773	190,588
同比（可比口径）	-22.8%	-30.7%	-27.1%	-59.5%	-10.2%	-27.2%
同比（非可比口径，追溯前）	2.3%	0.1%	10.8%	-11.3%	-6.7%	1.0%
ROE						
2022A	13.2%	17.3%	19.2%	22.4%	11.6%	15.1%
2023A	9.7%	9.7%	11.4%	7.9%	9.6%	9.8%

7. 风险提示

➤ 二期工程下偿付能力报告为摘要，相关指标解读与实际经营结果和风险水平可能存在偏差

- 样本寿险公司披露的偿付能力报告为摘要，部分财务与精算数据并未披露，相关指标解读与实际经营结果和风险水平可能存在偏差，例如资产负债匹配能力、地产敞口及风险等

➤ 股市波动导致投资收益下滑

- 股市波动会对保险公司净利润及EV增长造成负面冲击。年初以来权益市场仍在寻底，投资收益同比仍有下降压力。长端利率快速下行拖累估值与业绩表现。长端利率下行会导致保险公司利差收窄，影响盈利能力及未来投资收益率。

➤ 偿付能力承压对险企资负两端带来负向螺旋影响

- 2023年以来，针对保险公司面临的负债成本较高的现状，监管机构通过窗口指导下调产品定价利率、发文要求保险公司加强资产负债管理、严控渠道费用等方式规范行业经营行为、降低行业负债成本，从而促进保险行业的长期稳健发展。从严监管趋势下，若偿付能力充足率不足将对保险公司负债端业务开展和资产端运用产生掣肘。险企自身应通过优化业务结构、资产结构，提升内生资本的能力，从而保持偿付能力充足。

上市险企估值表 (以2024年4月10日股价计)

代码	公司名称	收盘价	EVPS (元)				P/EV	P/EV			
			2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
601318.SH	中国平安	39.20	81.10	83.19	85.15	117.98	中国平安	0.48	0.47	0.46	0.33
601628.SH	中国人寿	27.53	44.60	48.64	52.97	57.61	中国人寿	0.62	0.57	0.52	0.48
601601.SH	中国太保	22.76	55.04	58.65	63.01	67.15	中国太保	0.41	0.39	0.36	0.34
601336.SH	新华保险	29.03	80.29	88.47	97.14	106.58	新华保险	0.36	0.33	0.30	0.27

代码	公司名称	收盘价	EPS (元)				P/E	P/E			
			2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
601318.SH	中国平安	39.20	5.01	7.88	8.49	8.94	中国平安	7.83	4.97	4.62	4.39
601628.SH	中国人寿	27.53	0.75	1.11	1.36	1.50	中国人寿	36.86	24.74	20.25	18.38
601601.SH	中国太保	22.76	2.83	3.15	3.90	4.46	中国太保	8.03	7.22	5.83	5.10
601336.SH	新华保险	29.03	2.79	3.50	3.99	4.25	新华保险	10.40	8.29	7.27	6.84

代码	公司名称	收盘价	BVPS (元)				P/B	P/B			
			2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
601318.SH	中国平安	39.20	49.18	52.50	56.96	63.79	中国平安	0.80	0.75	0.69	0.61
601628.SH	中国人寿	27.53	16.28	17.28	18.39	19.57	中国人寿	1.69	1.59	1.50	1.41
601601.SH	中国太保	22.76	25.94	28.14	30.96	34.04	中国太保	0.88	0.81	0.74	0.67
601336.SH	新华保险	29.03	33.68	36.59	39.81	43.15	新华保险	0.86	0.79	0.73	0.67

代码	公司名称	收盘价	BVPS (元)				P/B	P/B			
			2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
2328.HK	中国财险	10.12	10.40	11.63	12.65	13.72	中国财险	0.90	0.80	0.74	0.68

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=0.9233元人民币汇率计算, 数据更新至2024年4月10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>

东吴证券 财富家园