

保险 II 行业点评报告

利率底部上行，季报全面超预期，首推中国太保

增持（维持）

2024 年 04 月 29 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

- **从当前保险股基本面底部判断：估值大于业绩影响，长端利率是胜负手核心。短期央行表态长端利率过低，1Q24 季报超预期和 2H24 若保险新“国十条”落地，将对当前保险板块，尤其是寿险股估值催化较大。**
- **利率底部上行，资产端底部反转迹象显现，近期利率主要受央行关于长债收益率表态和地产放松限购的政策预期的影响。**4月23日晚央行有关部门负责人接受《金融时报》记者采访，认为目前长期国债收益率与长期经济增长预期背离，其中提到“长期国债收益率总体运行在与长期经济增长预期相匹配的合理区间内”、“固定利率的长期国债久期长，对利率波动比较敏感，投资者需要高度重视利率风险”。4月28日相较于4月22日各期现收益率大幅上行，期限利差走阔，10年期国债收益率上行8BP至2.32%，30年期国债收益率上行11.5BP至2.55%，1年与10年国债期限利差扩大7.1BP至63BP，10年与30年国债期限利差扩大34BP至22.5BP。我们总结以下两个要点：1) 央行对经济增长前景是长期看好的；2) 整体不希望短期内长期收益率过低。我们认为，虽然当前推动国债利率下行的主要逻辑并未明显变化，但是本次央行表态后长端利率将逐步探明阶段性底部，并以低位震荡为主。
- **1Q24 季报渐次落地，在此前低预期背景下，资产负债两端季报全面超预期。**目前已有中国平安、中国人寿和中国太保披露了1Q24季报，资产负债两端显著好于此前市场较低的预期。从1Q24新准则归母净利润可比同比增速表现来看，太保(+1.1%)>平安(-4.3%)>国寿(-24.7%)，从1Q24的NBV同比增速来看，太保(+30.7%)>国寿(+26.3%)>平安(+20.7%)，从1Q24净投资收益率来看，太保(非年化0.8%，同比持平)>平安(年化3.0%，同比下降0.1pct.)>国寿(年化2.82%)。从1Q24的NBV归因来看，新单同比平稳，但NBV Margin同比大幅提升，主要得益于：1) 产品和期限结构优化，在低利率和竞品理财低迷背景下，行业已基本消化2023年7月末预定利率“炒停”的影响，长期期缴业务恢复性增长；2) 上市险企积极降本增效，落实银保渠道“报行合一”并着力于个险渠道探索佣金递延，优化基本法设计，提升费用投入产生效率；3) 2023年7月末预定利率下调，综合负债成本稳中有降。
- **打造金融“国家队”，期待保险新“国十条”年内亮相。**《关于金融企业国有资产管理情况专项报告审议意见的研究处理情况和整改问责情况的报告》发布，其中提到“研究制定推进保险业等高质量发展的指导意见”。国务院先后于2006年6月和2014年8月先后发布《关于保险业改革发展的若干意见》和《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》，考虑到本月关于资本市场的新“国九条”颁布，我们预计保险新“国十条”或在2H24颁布落地，时隔十年的顶层设计有望进一步提升保险业定位。我们预计，加强国有商业保险公司效益指标长周期考核，发挥中长期资金的市场稳定器和经济发展助推器作用，或是新“国十条”重要议题。值得注意的是，《报告》提出允许保险公司在银行间债券市场发行无固定期限债券补充资本，拓宽保险公司资本补充渠道，或缓解上市险企核心偿付能力充足率掣肘，提升中长期现金分红水平。
- **投资建议：利率底部上行，季报全面超预期，首推中国太保。**
- **风险提示：1) 长端利率持续低迷；2) 宏观经济复苏不及预期**

行业走势



相关研究

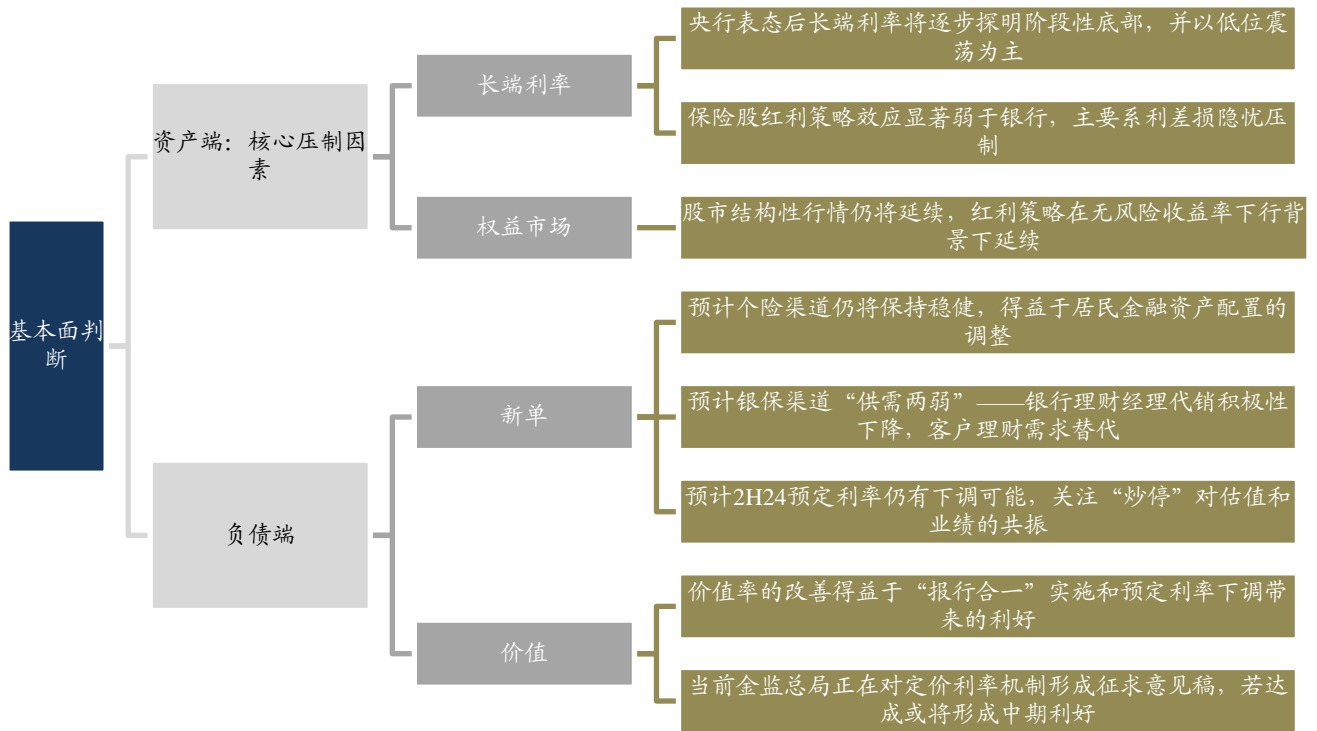
《市场化理念下激活风险识别与定价能力——《关于推进新能源车险高质量发展有关工作的通知（征求意见稿）》点评》

2024-04-22

《上市险企3月保费数据点评：寿险新单量跌价升，车险保费增速回暖》

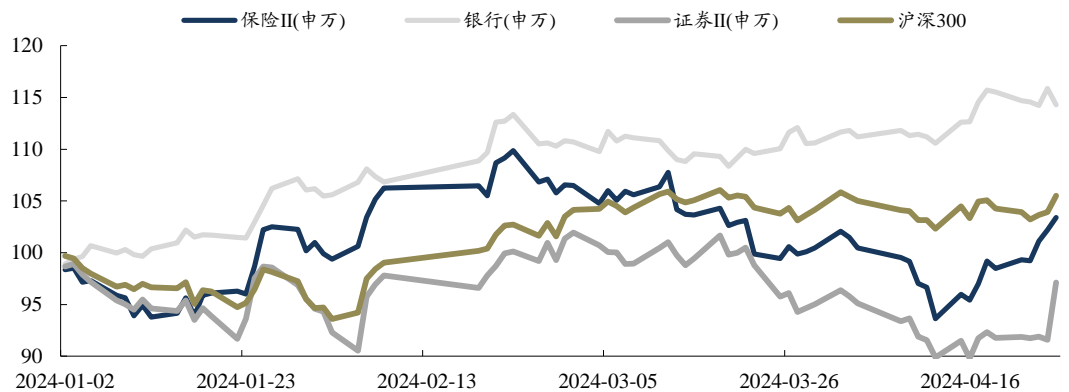
2024-04-18

图1: 基本面底部判断: 估值大于业绩影响, 长端利率是胜负手核心



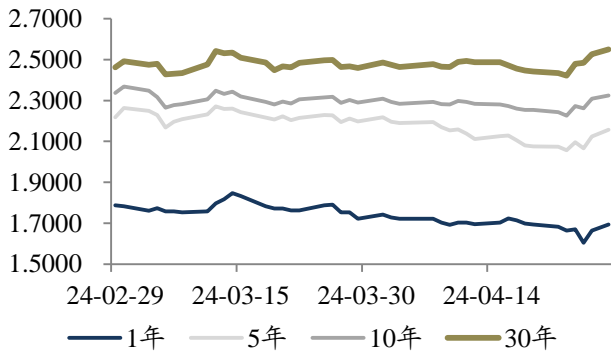
数据来源: 东吴证券研究所

图2: 2024 年年初至今, 保险股仍跑输沪深 300 和银行板块, 核心掣肘仍来自利差损隐忧



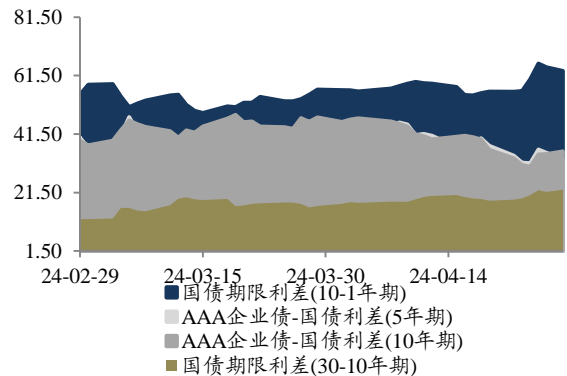
数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 基期选 2023 年末为 100,

图3: 近期长端利率有底部上行迹象 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 信用和期限利差出现波动 (单位: BP)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 已披露 1Q24 季报的上市险企对负债端新单增长表述积极

太保寿险: 达成NBV51.91亿元, 同比增长30.7%

- 持续夯实“长航”一期转型成果, 启动“长航”转型二期工程, 从多元渠道经营、全面运营支撑、价值创造管理三大方面着力打造以客户为中心、以价值为导向的经营闭环
- 1Q24个险规模新保同比增长31.3%; 绩优队伍规模稳定, 产能及收入持续攀升, U人力月人均首年规模保费8.3万元, 同比增长33.7%, U人力月人均首年佣金收入9,313元, 同比增长14.1%; 三是优增优育成效显著, 招募人力、新人产能、新人贡献占比均同比提升

平安寿险及健康险业务: 1Q24NBV同比增长20.7%, 渠道综合实力增强

- 代理人渠道人均NBV同比增长56.4%, 新增人力中“优+”占比同比提升11.0个百分点
- 银保渠道: 深化平安银行独家代理模式, 拓展外部优质银行渠道, 持续提升经营效率
- 社区网络: 网格推广城市的存续客户全缴次继续率同比提升2.5个百分点

中国人寿: 1Q24NBV同比增长26.3%, 实现近年来最高增速

- 十年期及以上首年期交保费为人民币251.91亿元, 同比增长25.4%
- 队伍质态明显改善, 绩优人群数量和占比持续实现双提升, 个险板块月人均首年期交保费同比上升17.7%, 队伍产能在高基数基础上实现持续增长。
- 个险新型营销模式试点快速推进, “种子计划”试点已在江苏、广东、深圳等省级机构启动

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 《国务院关于金融企业国有资产管理情况 专项报告审议意见的研究处理情况和整改问责情况的报告》行文要点

商业银行	保险	券商
<ul style="list-style-type: none"> • 推动国有大型银行加大信贷支持力度。加强窗口指导, 引导国有商业银行着力加强信贷均衡投放, 以信贷增长的稳定性促进经济稳定增长。 • 开展商业银行小微企业金融服务监管评价工作, 加快建立“敢贷、愿贷、能贷、会贷”长效机制 • 落实好助企纾困政策, 引导地方银行增加小微企业贷款投放 • 建立银行非现场监测预警机制, 对存在负债增速过快、资本不足等问题的机构, 及时作出预警提示, 采取早期干预措施 	<ul style="list-style-type: none"> • 研究制定推进保险业等高质量发展的指导意见, • 允许保险公司在银行间债券市场发行无固定期限债券补充资本, 拓宽保险公司资本补充渠道 • 加强国有商业保险公司效益指标长周期考核, 引导其更好发挥中长期资金的市场稳定器和经济发展助推器作用 	<ul style="list-style-type: none"> • 推动头部证券公司做强做优, 支持上海、深圳证券交易所建设世界一流交易所 • 研究修订证券公司风险控制指标计算标准规定, 进一步发挥风险控制指标的“指挥棒”作用

数据来源: 国务院, 东吴证券研究所

表1: 上市险企估值表 (以 2024 年 4 月 26 日股价计)

		EVPS (元)					P/EV				
代码	公司名称	收盘价	2023A	2024E	2025E	2026E	P/EV	2023A	2024E	2025E	2026E
601318.SH	中国平安	41.53	81.10	83.19	85.15	117.98	中国平安	0.51	0.50	0.49	0.35
601628.SH	中国人寿	29.55	44.60	48.64	52.97	57.61	中国人寿	0.66	0.61	0.56	0.51
601601.SH	中国太保	25.37	55.04	58.65	63.01	67.15	中国太保	0.46	0.43	0.40	0.38
601336.SH	新华保险	31.01	80.29	88.47	97.14	106.58	新华保险	0.39	0.35	0.32	0.29

		EPS (元)					P/E				
代码	公司名称	收盘价	2023A	2024E	2025E	2026E	P/E	2023A	2024E	2025E	2026E
601318.SH	中国平安	41.53	5.01	7.88	8.49	8.94	中国平安	8.29	5.27	4.89	4.65
601628.SH	中国人寿	29.55	0.75	1.11	1.36	1.50	中国人寿	39.57	26.55	21.73	19.73
601601.SH	中国太保	25.37	2.83	3.15	3.90	4.46	中国太保	8.95	8.04	6.50	5.69
601336.SH	新华保险	31.01	2.79	3.50	3.99	4.25	新华保险	11.11	8.86	7.77	7.30

		BVPS (元)					P/B				
代码	公司名称	收盘价	2023A	2024E	2025E	2026E	P/B	2023A	2024E	2025E	2026E
601318.SH	中国平安	41.53	49.18	52.50	56.96	63.79	中国平安	0.84	0.79	0.73	0.65
601628.SH	中国人寿	29.55	16.28	17.28	18.39	19.57	中国人寿	1.82	1.71	1.61	1.51
601601.SH	中国太保	25.37	25.94	28.14	30.96	34.04	中国太保	0.98	0.90	0.82	0.75
601336.SH	新华保险	31.01	33.68	36.59	39.81	43.15	新华保险	0.92	0.85	0.78	0.72

		BVPS (元)					P/B				
代码	公司名称	收盘价	2023A	2024E	2025E	2026E	P/B	2023A	2024E	2025E	2026E
2328.HK	中国财险	10.04	10.40	11.63	12.65	13.72	中国财险	0.89	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=0.9259 元人民币汇率计算, 数据更新至 2024 年 4 月 26 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>