

高基数下资负两端全面超预期 ——上市险企1Q24季报综述

2024年5月8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

研究助理：罗宇康

执业证书编号：

S0600123090002

联系邮箱：

luoyk@dwzq.com.cn

- **事件：上市险企完成1Q24季报披露，整体来看资产负债两端好于此前较低的市场预期。**
- **新准则专项分析：1Q24净利润可比口径下同比下滑13.5%，非年化ROE由1Q23的5.0%下滑至4.2%，好于此前较低的市场预期，国寿A股自2024年起实施新准则，拉平与其他上市同业可比口径。**1Q24末A股上市险企平均归母净资产较年初增速为0.5%，其中太保增速最高（3.3%），其他综合收益/净利润比值为-87.7%，其中太保（-30.0%）这一比值差异最小，得益于资产负债匹配能力最强（公司1Q24末FVOCI资产占比最高，达60%）。我们测算的1Q24承保利润同比下滑5.5%，主要系长端利率下行放缓合同服务边际摊销速度；投资利差同比回落22%，是拖累当期净利润的核心原因。1Q24简单年化平均净投资收益率2.95%（1Q23:3.35%）；简单年化平均总投资收益率3.63%（1Q23:3.92%）。
- **寿险业务：NBV高基数下同比继续快速增长。**1Q24上市险企平均NBV增速约三成，由高至低分别为：人保（81.6%）、新华（51%）、太保（30.7%）、国寿（26.3%）、平安（20.7%），新单增速受银保拖累，个险新单保持稳定结构优化，价值率改善是核心。从新单增速来看，1Q24季报口径新单同比下滑8.7%；增速由高至低分别为太保（+0.4%）、平安（-3.8%）、国寿（-4.4%）、人保（-20.6%）和新华（-41.0%）。从价值率改善归因来看：1) 2023年7月末预定利率下调，综合负债成本稳中有降；2) 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；3) 积极降本增效。上市险企落实银保渠道“报行合一”，实际费用大幅下降。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。
- **财险业务：高基数下，承保利润同比大幅下降。**1Q24新准则下，上市险企合计实现财险业务保险服务收入2400.26亿元，同比增长5.8%，实现承保综合成本率98.5%，同比恶化1.3pct.；实现新准则下承保利润36.24亿元同比下降39.0%，主要系低温雨雪冰冻等灾害事故、交通出行增长对承保业务的挑战。1Q24上市险企合计实现车险原保费收入同比增长2.5%，2023年疫情管控结束，车险赔付率指标呈上升态势；2024年行业车险综合赔付率开年即在高位，新能源车险业务确实给各经营主体带来了赔付压力。大灾拖累赔付率表现，根据应急管理部数据，1Q24我国自然灾害以低温雨雪冰冻、地震和地质灾害为主，干旱、风雹、洪涝、沙尘暴和森林火灾等也有不同程度发生，直接经济损失237.6亿元（1Q23仅为25.5亿元），同比明显增加。
- **投资建议：利率底部上行，季报超预期，首推中国太保。**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。投资建议：继续推荐充分受益于资产端预期底部反转的纯寿险标的。保险板块首推中国太保，其次推荐中国平安。
- **风险提示：宏观经济复苏低于预期拖累长端利率和权益市场大幅下行；寿险业转型持续低于预期**



- **新准则实施专项分析：净利润增速好于此前预期**
- **寿险业务：NBV高基数下同比继续快速增长**
- **财险业务：高基数下，承保利润同比大幅下降**
- **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**

新准则实施专项分析：净利润增速好于此前预期

- 2023年起新金融工具准则与新保险合同会计准则同步实施，对报表产生较大影响。2024年起，财务指标（尤其是净利润）同比增速具备可比性
 - 除国寿外，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。
 - 国寿A股自2024年起实施新准则，拉平与同业可比口径，后文采用可比口径对比分析列式。

监管加强财会监管，推动保险公司稳妥实施两个新准则

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、绩效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

1Q24净利润可比口径下同比下滑13.5%，好于此前较低的市场预期

➤ 新准则下ROE和净利润增速指标重要性显著提升

- 1Q24上市险企合计ROE由5.0%下滑至4.2%（非年化，可比口径）；
- 实现归母净利润同比增速-13.5%（可比口径），其中中国太保（+1.1%）和中国平安（-4.3%）增速优于上市同业，主要系寿险业务利润表现具备韧性。

1Q24上市险企净利润同比增速一览表

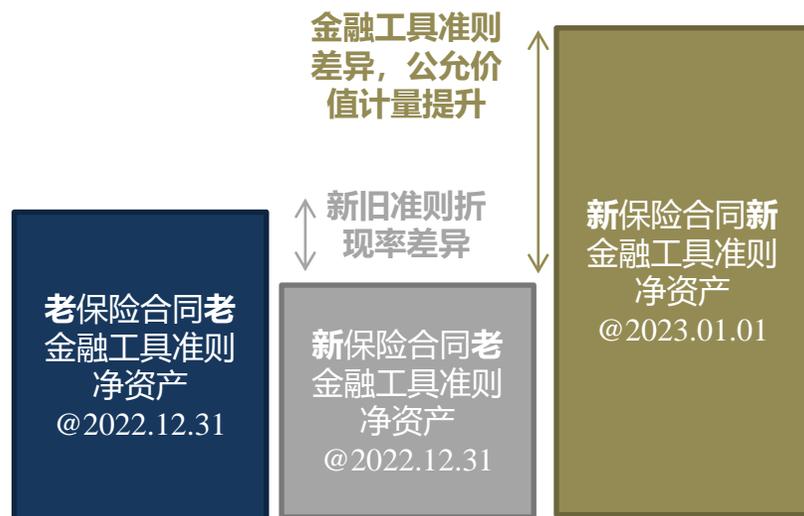
单位：百万元	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险	中国人保	合计值
1Q24新准则净利润	36,709	20,644	11,759	4,942	8,963	83,017
同比（可比口径）	-4.3%	-24.5%	1.1%	-28.6%	-23.5%	-13.5%

ROE非年化	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险	中国人保	合计值
1Q23	4.3%	6.3%	4.9%	5.9%	5.0%	5.0%
1Q24	4.1%	4.3%	4.6%	5.0%	3.7%	4.2%

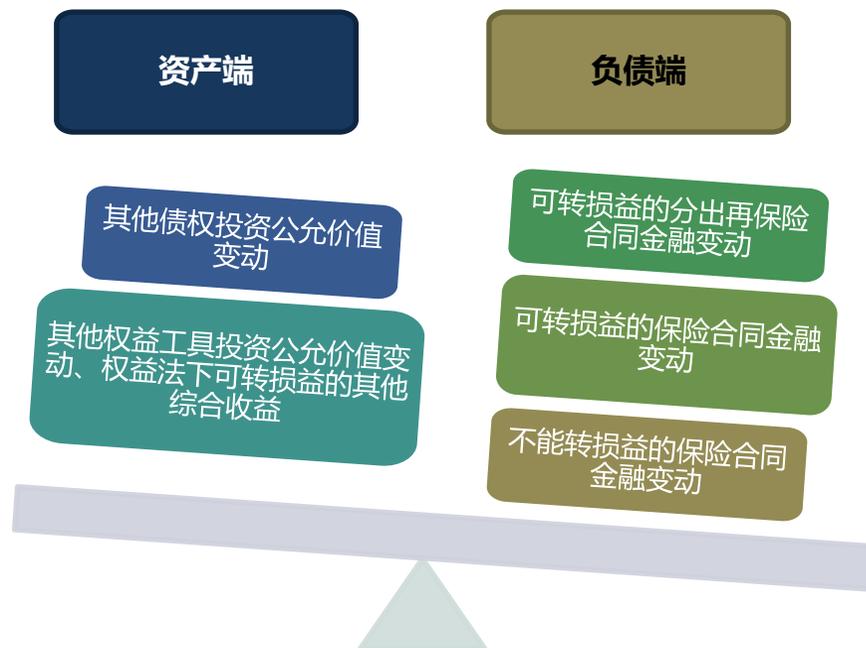
净资产增速和综合收益，体现资产负债匹配能力平衡

- 2023.1.1, IFRS9&17同步施行日, 上市险企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准则规定差异, 提升期初留存收益
- 当利率下行时, 若资产负债能够做到规模与久期的匹配, 则可以实现其他综合收益的“理论”免疫。不过, 实务中由于寿险公司资产端的久期小于负债端, 负债端的敏感性大于资产端, 多数公司的其他综合收益为负

上市险企切换日净资产提升示意图



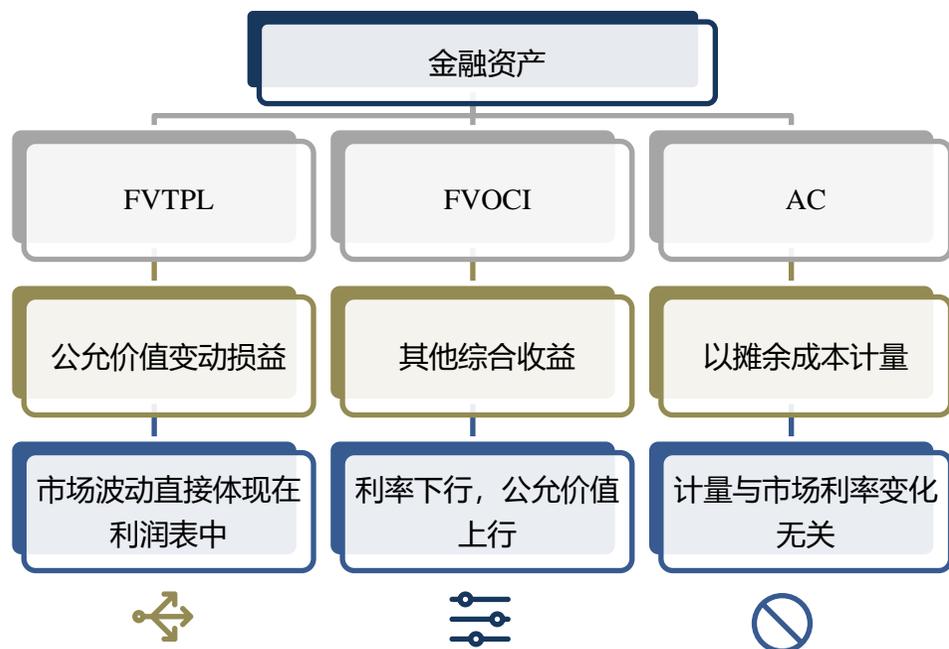
利率下行, 对公司资产负债管理带来挑战



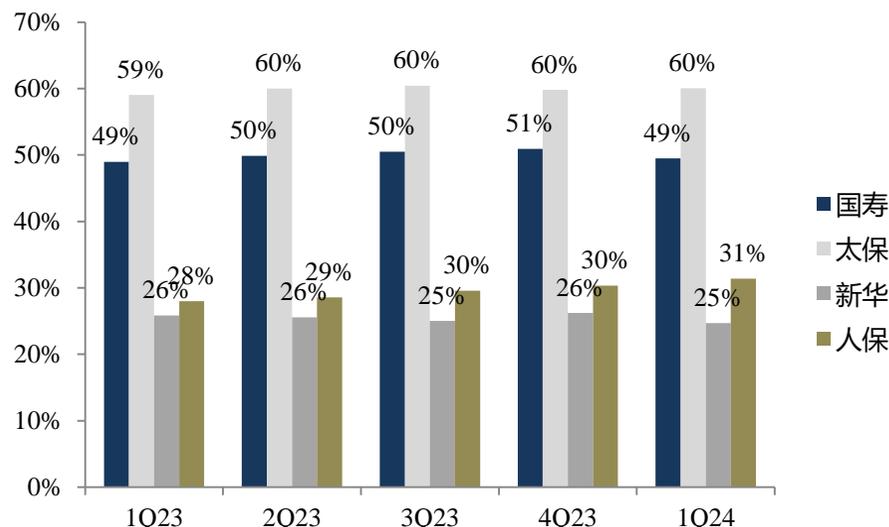
➤ 资产负债匹配与金融资产分类高度相关，FVOCI资产占比高低体现资产负债匹配能力

- 利率下行对不同种类金融资产的影响不同。以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（FVOCI）的资产价值计量随市场利率波动而变化。利率下行，资产公允价值上升，产生正收益计入其他综合收益，可以对冲利率下行导致的保险合同负债计量增加对净资产的负面影响。
- 1Q24末上市险企FVOCI资产在投资资产占比由高至低分别为：太保（60%）、国寿（49%）、人保（31%）和新华（25%）。太保的FVOCI资产占比最高，其中其他债权投资占比55.4%，其他权益工具投资占比4.7%。

利率下行对不同种类金融资产的影响



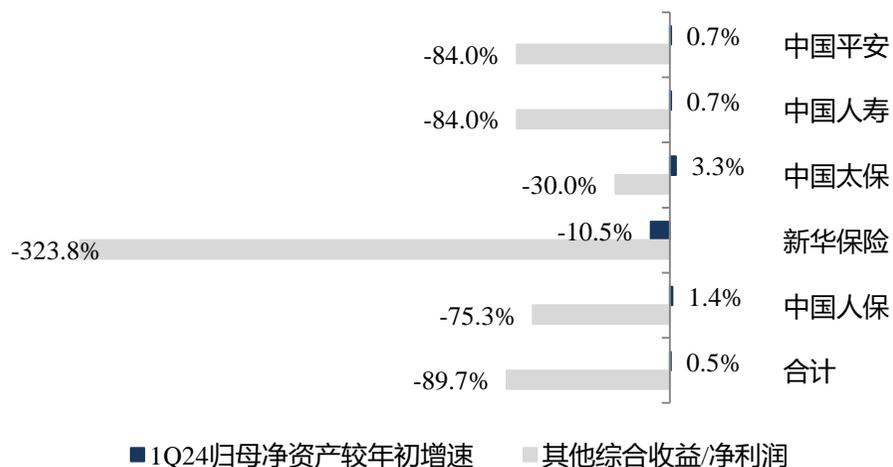
1Q24末上市险企FVOCI资产占比情况



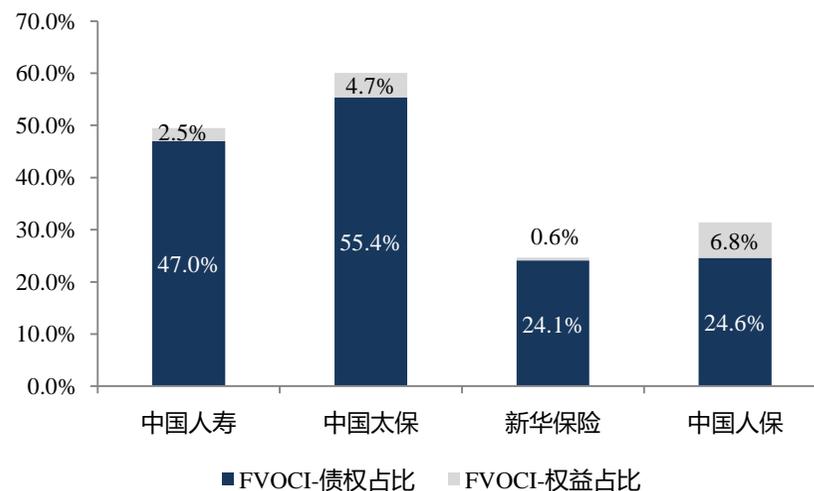
关注归母净资产增速和归母综合收益，体现资产负债匹配能力平衡

- 1Q24末A股上市险企平均归母净资产较年初增速为0.5%，其中太保增速最高（3.3%）。
- 1Q24末A股上市险企其他综合收益/净利润比值为-87.7%，其中太保（-30.0%）这一比值差异最小，得益于资产负债匹配能力最强（公司1Q24末FVOCI资产占比最高）。主要系寿险公司负债久期高于资产久期，相同利率下行幅度下，负债端敏感度（主要为可转损益的保险合同金融变动）高于资产端（主要为其他债权投资公允价值变动）。

1Q24末上市险企资产负债匹配情况



1Q24末上市险企FVOCI资产占比构成



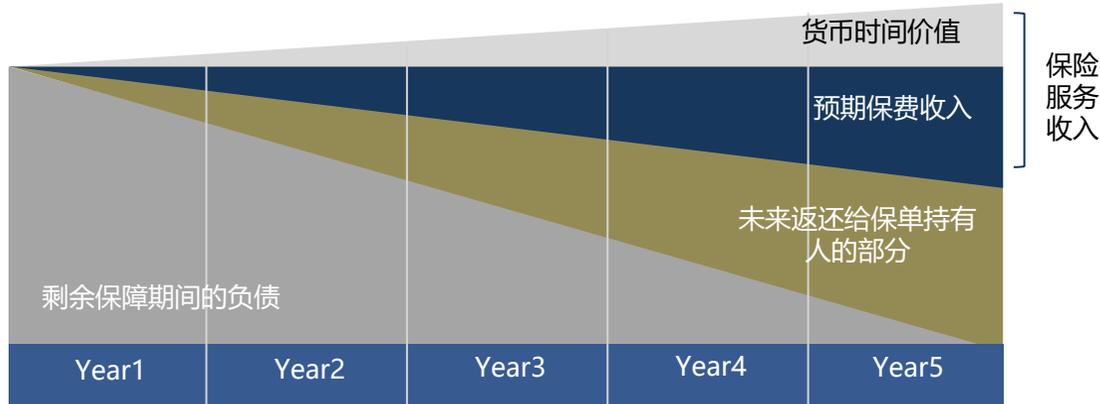
➤ **产品信息：一份5年期趸交保费的两全保险，保费分为四部分进行计量：**

- 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

➤ **新准则下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

从趸交两全险业务理解新准则保险服务收入计量方法

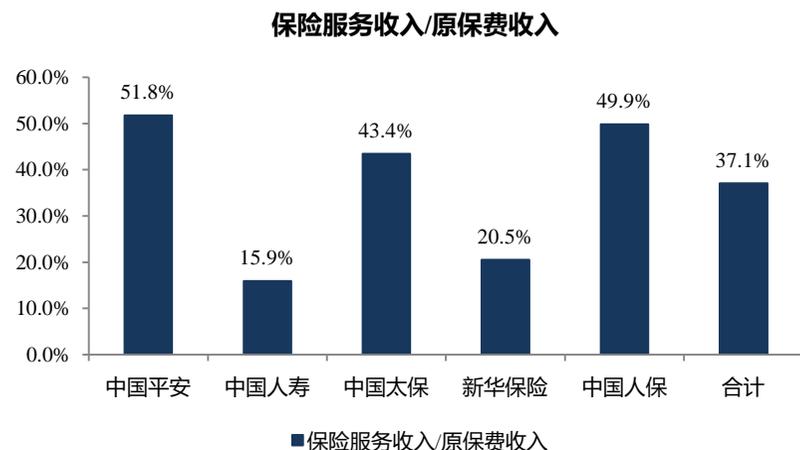


中国保险市场上各种产品的确认和分拆结果

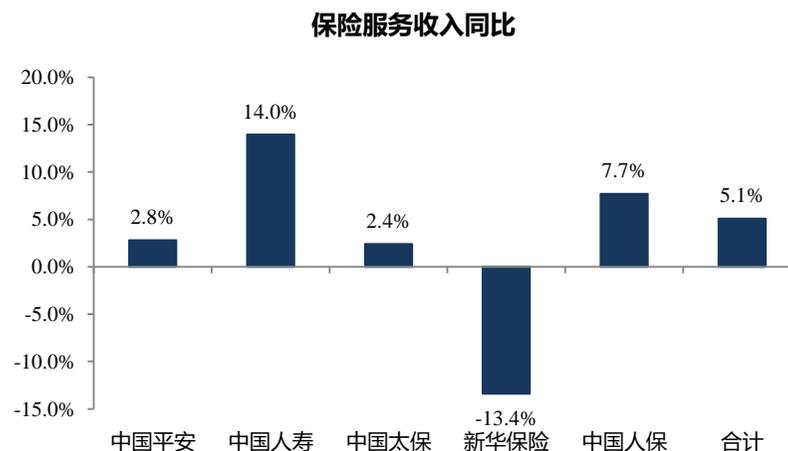
保险产品	重大保险风险评估	是否保险合同	投资成分	投资成分的影响程度
健康险 定期寿险	通过	是	基本无投资成分	无
终身寿险	通过	是	生存金及退保金	□
两全保险 (年金+寿险)	通过	是	生存金、满期金及退保金	□□
年金保险	通过	是	年金支付、满期金	□□□
纯投资产品	未通过	否	扣除退保手续费的账户价值	□□□□

- 新准则下1Q24“保险服务收入”同比增长5.1%，其中国寿（14.0%）增速最高，新华（-13.4%）降幅较大
- 新准则下1Q24保险服务收入/旧准则原保费收入比例为37.1%，其中新准则保险服务收入比例确认最高的为人保（49.9%）、最低为国寿（15.9%）

1Q24上市险企保险服务收入/原保费收入确认比例
平均约为37.1%

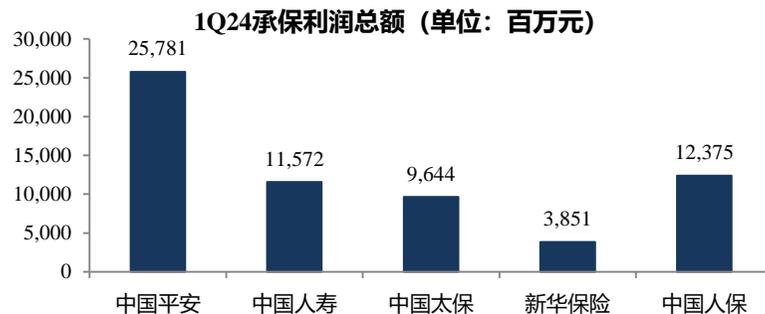
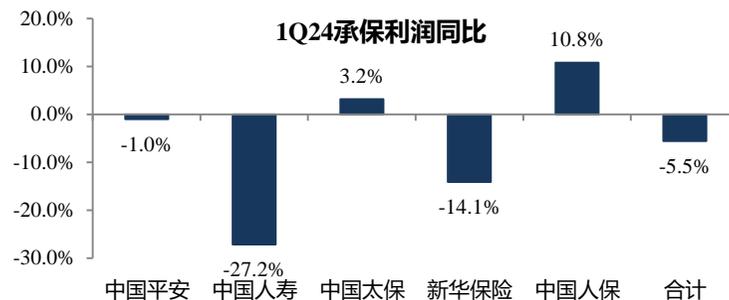
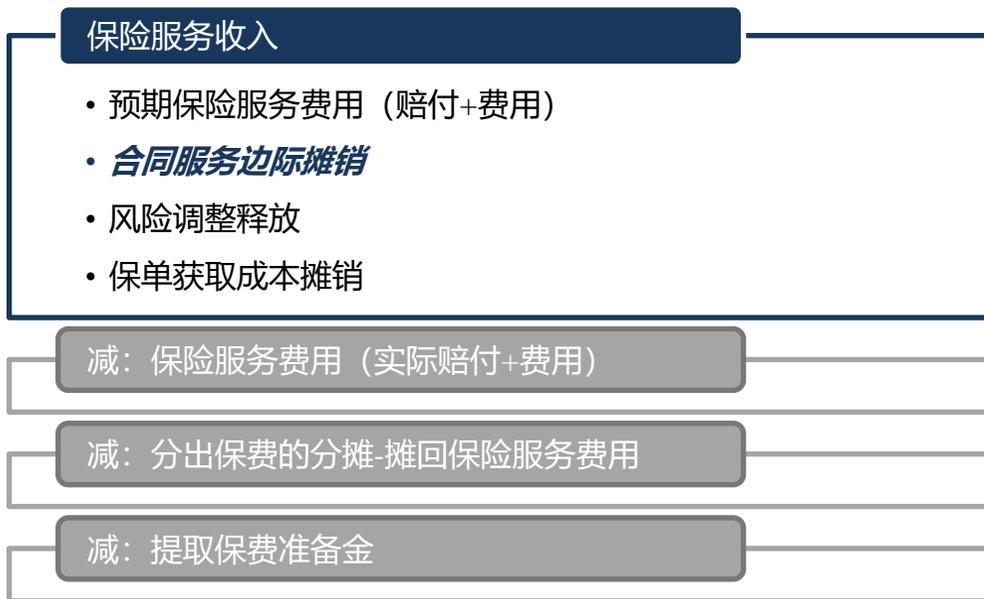


1Q24新准则下“保险服务收入”同比增长
5.1%



- 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）】1Q24同比下滑5.5%，主要系长端利率下行放缓合同服务边际摊销速度
 - 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（不同期限收益率存在差异）与营运利润（投资收益率假设4.5%）不同。
 - 国寿承保利润大幅下降主要系1Q24支原体流感和新冠对部分险种赔付超支所致。
 - 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



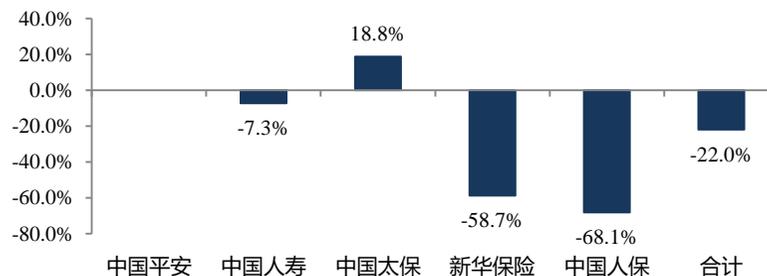
主要科目变化：投资利差

- 1Q24沪深300指数和创业板指数分别上涨3.1%和下跌3.9%（1Q23同期沪深300和创业板指分别上涨4.6%和2.2%），投资利差同比回落22%，是拖累当期净利润的核心原因。
 - 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。
 - 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。
 - 上年同期净利润基数较高（1Q23高点兑现浮盈，1Q24市场先跌后涨，难以贡献盈利）

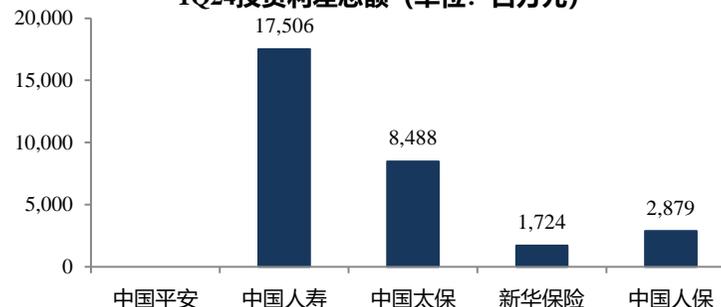
1Q24股债市场点位变化情况



1Q24“投资利差”同比

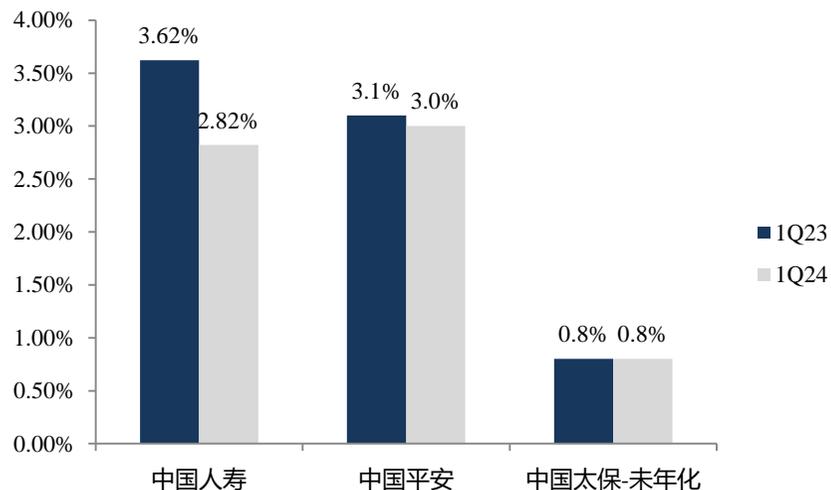


1Q24投资利差总额 (单位: 百万元)

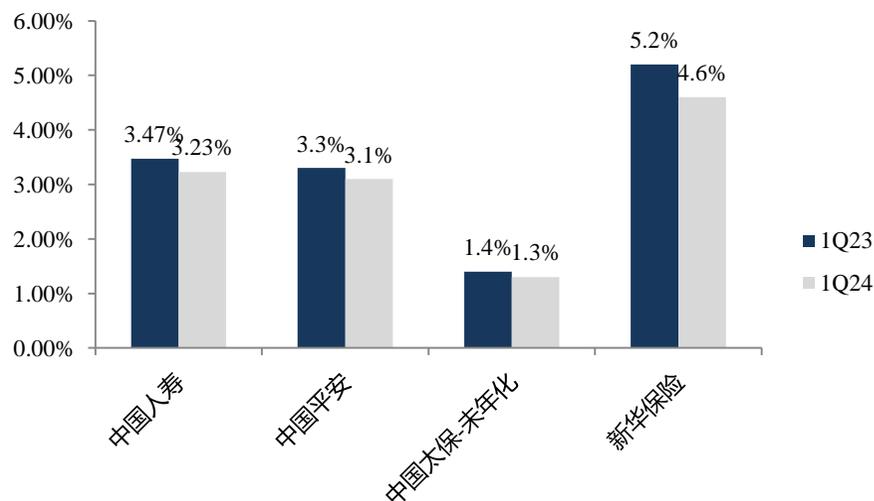


- 1Q24上市险企投资收益率表现好于预期，简单年化平均净投资收益率2.95%（1Q23:3.35%）；简单年化平均总投资收益率3.63%（1Q23:3.92%）
 - 高股息红利资产表现较好，符合险企长期资金投资风格偏好。债券公允价值浮盈抵消了权益浮亏。
 - 为应对持续低利率挑战，上市险企延展固收资产久期，加大低估值、高股息、长期盈利前景好的权益配置，以实现长久期利率债与风险类资产、稳健型权益资产与成长型权益资产的二维平衡配置结构。
 - 平安保险资金投资组合中不动产投资余额在总投资资产中占比4.2%，占比持续下降。

1Q24上市险企净投资收益率



1Q24上市险企总投资收益率



中国平安IFRS17利源结构拆解分析 (1Q24)

保险业务整体 (单位: 百万元)	1Q24	1Q23	同比	计算方法
保险业务承保利润 (新准则为先“计息”后摊销, 内涵计息收入)	25,781	26,042	-1.0%	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
投资利润 (扣税)	3,257	3,978	-18.1%	因不披露税前利润, 我们将所得税在投资收益中扣减
保险业务净利润	29,038	30,020	-3.3%	根据营运利润表中的分部净利润加总 (寿险+财险)
财险业务 (单位: 百万元)	1Q24	1Q23	同比	计算方法
保险服务收入 (新准则为先“计息”后摊销, 内涵计息收入)	80,627	76,312	5.7%	披露
原保费	79,076	76,958	2.8%	披露
保险服务收入/原保费收入	102.0%	99.2%	2.8%	披露
综合成本率 (COR)	99.6%	98.7%	0.9%	披露
承保利润	323	992	-67.5%	计算
投资利润 (扣税)	3,569	3,552	0.5%	倒挤, 因不披露税前利润, 我们将所得税在投资收益中扣减
净利润	3,892	4544	-14.3%	披露
寿险及健康险业务 (单位: 百万元)	1Q24	1Q23	同比	计算方法
保险服务收入 (新准则为先“计息”后摊销, 内涵计息收入)	56,225	56,794	-1.0%	倒挤
原保费	185,346	183,201	1.2%	披露
保险服务收入/原保费收入	30.3%	31.0%	-2.1%	披露
承保利润	25,458	25,050	1.6%	倒挤
投资利润 (扣税)	-312	426	/	倒挤, 因不披露税前利润, 我们将所得税在投资收益中扣减
净利润	25,146	25,476	-1.3%	披露
寿险综合成本率 (COR)	124%	127%	-2.0%	该指标有争议, 为个人使用偏好, 体现完全成本

寿险业务：NBV高基数下同比继续快速增长

太保：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%；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：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

上市险企对负债端新单增长表述积极

国寿：1Q24NBV同比增长26.3%

- 十年期及以上首年期交保费为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

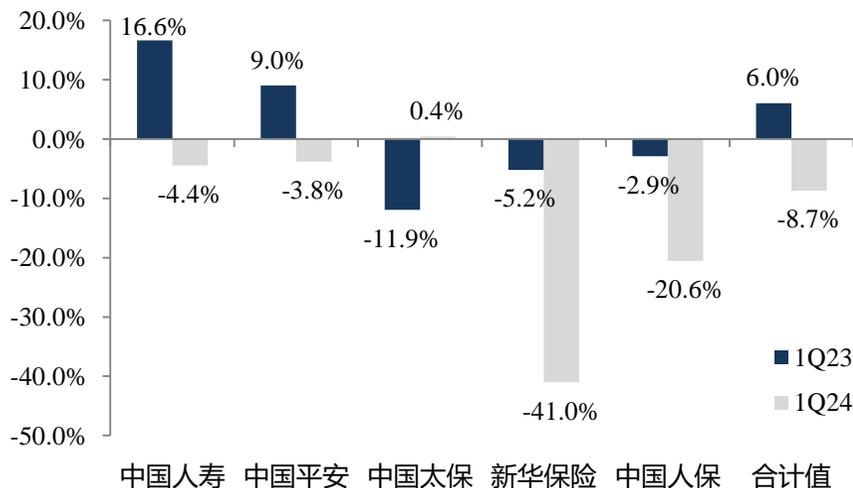
新华：首次披露季度NBV增速，同比大幅增长51%

- 个险渠道聚焦价值提升，优化产品与服务供给，加大长年期业务发展力度，不断提升渠道产能。渠道加快绩优队伍建设初见成效，绩优人力规模及人均产能均有较大幅度的提升
- 银保渠道坚持高质量发展理念，优化业务结构；强化渠道合作，积极寻找机会；提升专业能力，打造精英团队；着力降本增效，改善经营效率

➤ 新单增速下滑，个险新单平稳，银保渠道受“报行合一”影响供需两弱，价值增速较好

- 季报新单口径，1Q24上市险企合计实现新单原保费收入2353.75亿元，同比下滑8.7%；增速由高至低分别为太保（规模新保业务，+0.4%）、平安（新单保费收入，-3.8%）、国寿（新单保费收入，-4.4%）、人保（新单保费收入，-20.6%）和新华（新单保费收入，-41.0%）。
- 从个险渠道来看，市场逐步消化“炒停”影响，需求逐步释放。
- 从银保渠道来看。供给侧：低利率环境下，利差损隐忧再度显现，上市险企银保策略主动选择调整，全年计划相对平稳，相较于2023年年初高举高打策略明显不同。需求侧：网点重新签约后，代销积极性受到一定挤压。

1Q24上市险企新单同比增速下滑

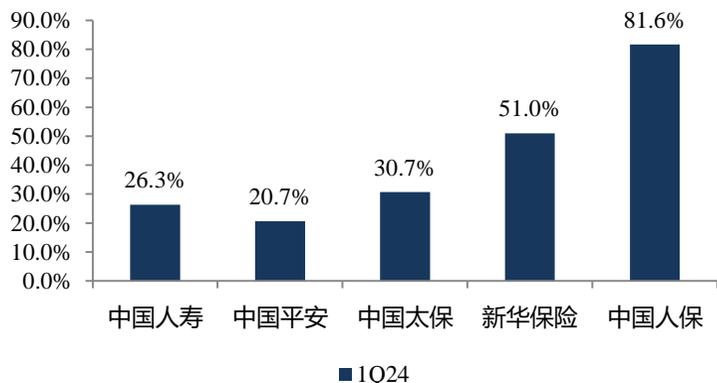


1Q24上市险企个险增速显著优于银保增速

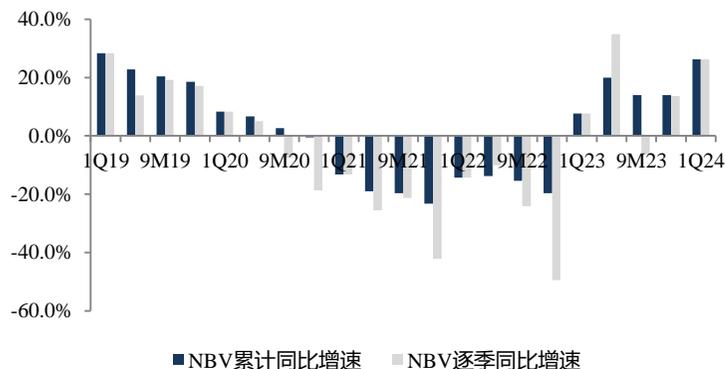
个险新保同比	1Q23	1Q24
平安-个人（个险+银保）新单增速	10.0%	-4.8%
太保-个险规模新保增速	-6.0%	31.3%
新华-个险长险首年新单增速	-25.9%	20.8%
银保新保同比	1Q23	1Q24
太保-银保规模新保增速	-17.1%	-21.8%
新华-银保长险首年新单增速	1.6%	-63.7%

➤ 1Q24上市险企平均NBV增速约三成，价值率改善是核心。NBV同比增速由高至低分别为：人保（81.6%）、新华（51%）、太保（30.7%）、国寿（26.3%）、平安（20.7%）

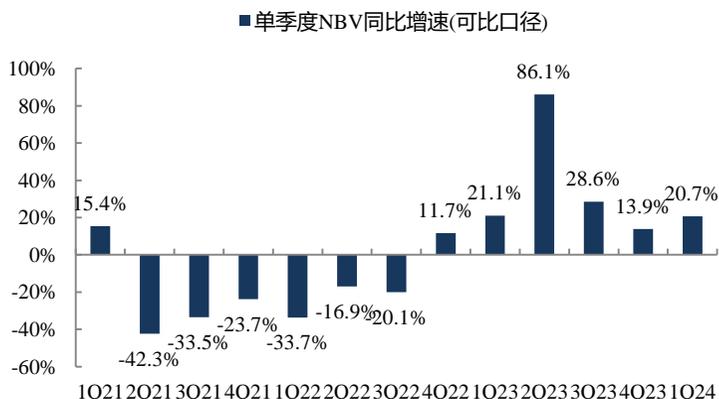
1Q24上市险企NBV同比增速



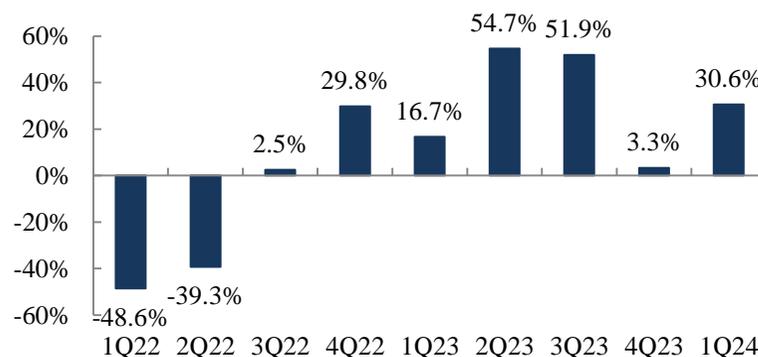
国寿逐季NBV增速持续改善



平安寿险及健康险已连续6个季度NBV改善



太保寿险已连续7个季度NBV增速改善



1Q24上市险企新业务价值率超预期改善原因分析

积极降本增效

- 落实银保渠道“报行合一”，实际费用大幅下降
- 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

2023年7月末预定利率下调，综合负债成本稳中有降

- NBV同口径投资收益率假设（长期4.5%）下，利差空间走阔
- 1Q24传统险新单预定利率下降50bps（3.5%下降至3.0%）

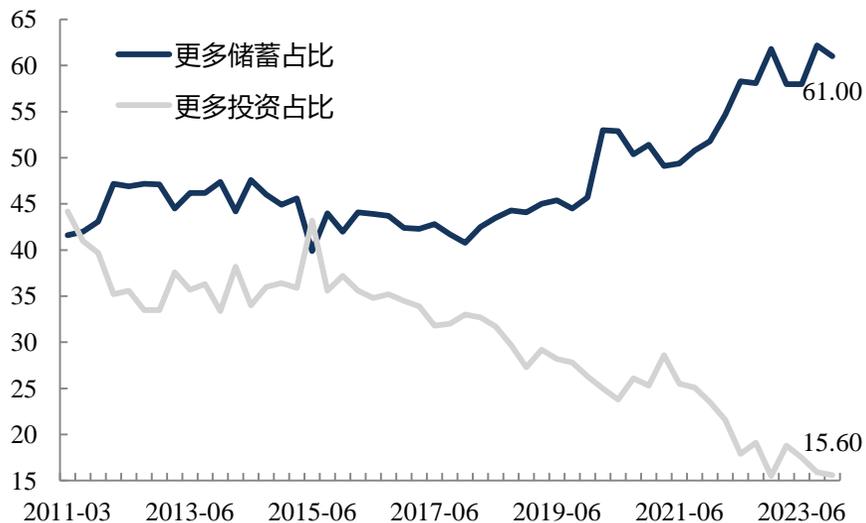
产品和期限结构优化

- 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
- 1Q24国寿十年期及以上首年期交保费同比增长25.4%
- 1Q24新华十年期及以上期交保费同比增长83.9%，个险期缴同比增长23.0%

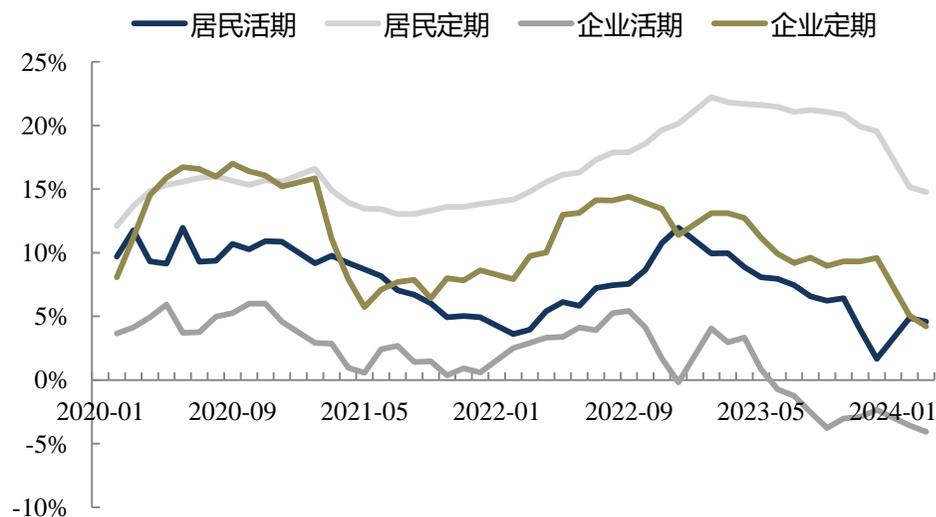
➤ 保险储蓄型业务受益于“高储蓄意愿”+“低存款利率”外部环境，挪储有望延续

- 央行2023城镇储户调查问卷结果显示，倾向于更多储蓄的居民占61%，虽然较4Q22末的61.8%历史高点小幅回落，但仍处于相对高位。
- 1Q24居民活期和定期存款增速分别为4.6%和14.8%，而企业活期和定期存款增速分别为-4.1%和4.2%，在同期高基数和多轮降息背景下，居民防御性存款意愿依旧较强，也为增额终身寿险等开门红产品的销售奠定基础。
- 保险保本优势有望进一步显现。

居民储蓄意愿较强
奠定增额终身寿险的销售基础（单位：%）

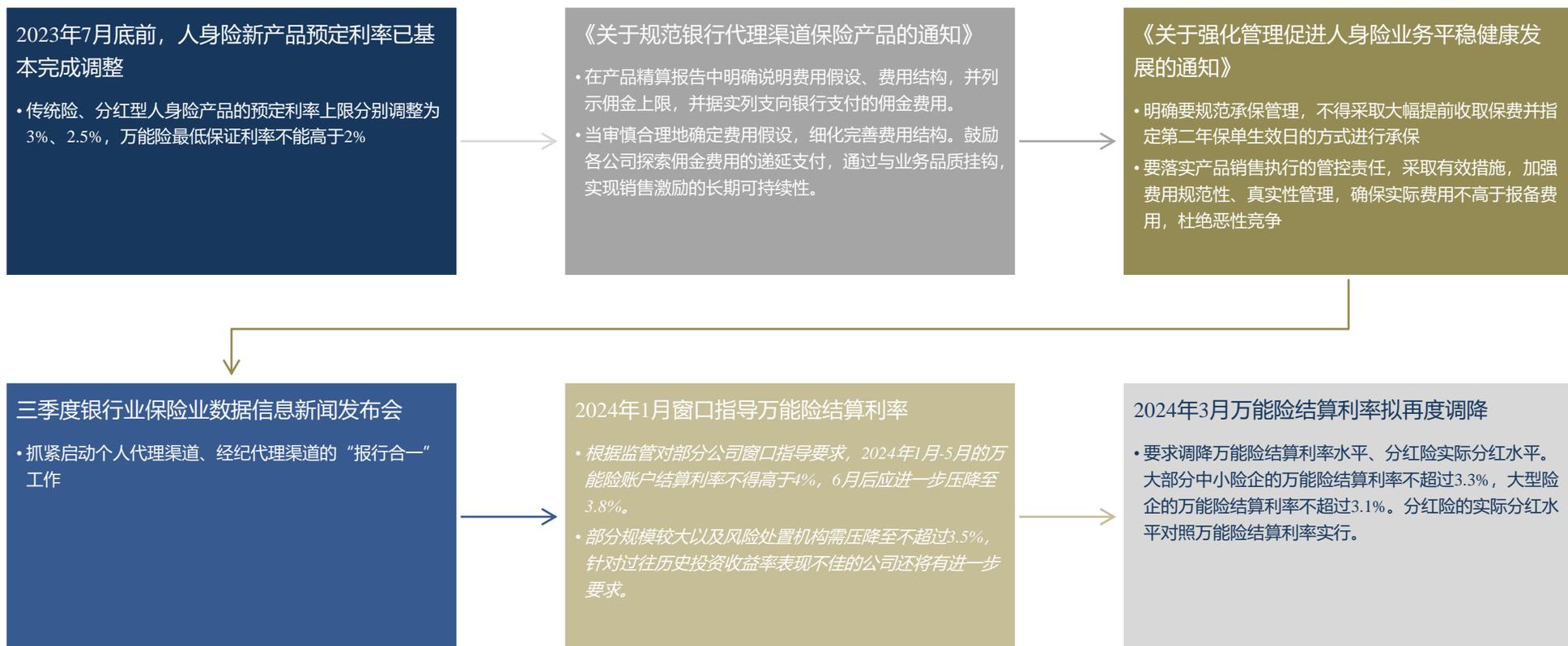


存款同比增速在多轮降息中于2Q23开始掉头向下



展望：寿险新单增长胜负手，不排除预定利率下调

- 负债端：2023年以来系列严监管措施的核心在于降低负债成本。
- 2023年以来严监管措施有明显加码，监管规范人身保险市场秩序，通过引导人身险公司降低负债成本、提高负债质量推动人身险行业高质量发展



- “报行合一”对个险渠道影响：明确佣金费用“蛋糕”的划分，而非简单一刀切降低总量
 - 将鼓励险企将法外费用（如：业务推动费用）划入法内（如：销售利益、管理利益、育成利益、新人利益、增员利益等），销售费用向一线外勤人员倾斜，保险公司面临的挑战，主要在于如何更有效地投放资源。
 - 费用结构的变化短期将对内勤（固定费用：如职场租金、营运费用等）造成压力，长期利于提高经营效率。费用端投入的减少驱动着险企在产品设计上展开竞争，险企应当体现出自身产品的差异度，并进一步提升队伍的整体素质水平。
 - 在个险推行“报行合一”与销售分级背景下，队伍仍可能面临进一步清虚压力

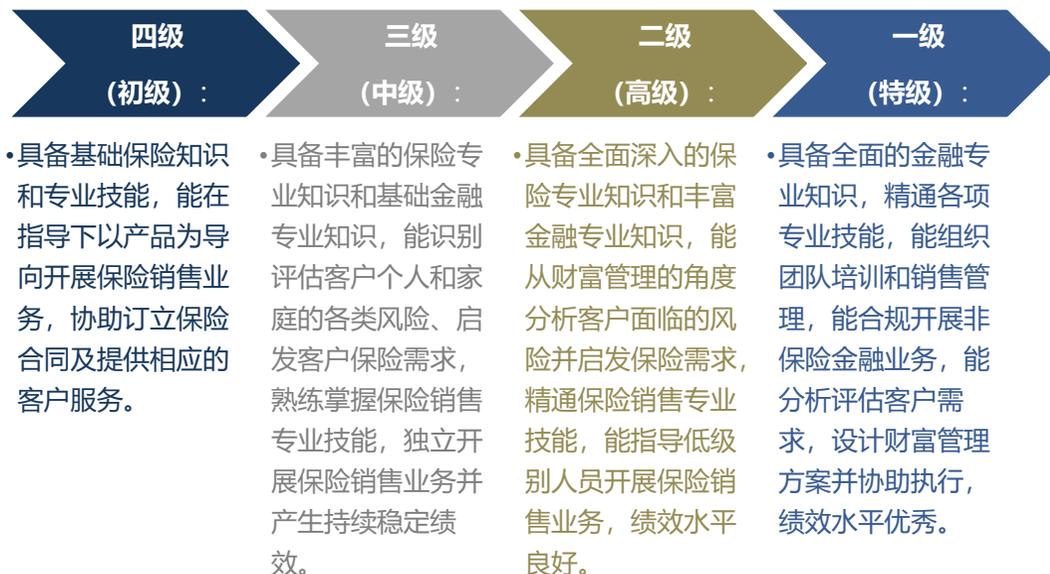
“报行合一”对个险渠道的影响分析

法外费用划入法内，销售费用向一线外勤人员倾斜，体现高效能和专业化

监管政策思路一脉相承，引导队伍高质量转向，外勤人力可能面临进一步清虚压力

固定费用变为浮动费用，短期给内勤队伍规模造成压力，长期利于提高经营管理效率

《个人保险代理人销售能力资质等级标准(人身保险方向)(讨论稿)》个人保险代理人划分为4个等级



财险业务：高基数下，承保利润同比大幅下降

新准则下综合成本率同比恶化，净利润受投资收益拖累

- 1Q24新准则下，上市险企合计实现财险业务保险服务收入2400.26亿元，同比增长5.8%，实现承保综合成本率98.5%，同比恶化1.3pct.；实现新准则下承保利润36.24亿元同比下降39.0%。
 - 中国财险公告1Q24主要系低温雨雪冰冻等灾害事故、交通出行增长对承保业务的挑战。
 - 平安财险1Q24整体综合成本率（COR）为99.6%（同比+0.9pct.），其中剔除保证保险后COR为98.4%，同比上升主要受春节前期暴雪灾害（拖累COR约2pct.）以及同期疫后出行率仍未恢复，赔付率基数较低所致。公司收入稳健增长，品质保持健康，信保业务拖累逐季改善趋势已现。
 - 太保财险承保结果明显好于同业，我们预计公司保险服务收入增速快于同业，缓解了费用分摊压力。

1Q24“老三家”财险业务经营情况一览表

老准则-财险保费收入 单位：百万元	1Q23	1Q24	同比	承保综合成本率	1Q23	1Q24	同比
中国人保	167,641	173,977	3.8%	中国人保	95.7%	97.9%	2.2pct.
平安财险	76,958	79,076	2.8%	平安财险	98.7%	99.6%	0.9pct.
太保财险	57,543	62,491	8.6%	太保财险	98.4%	98.0%	-0.4pct.
合计值	302,142	315,544	4.4%	合计值	97.2%	98.5%	1.3pct.
新准则-财险保险服务收入 单位：百万元	1Q23	1Q24	同比	承保综合利润 单位：百万元	1Q23	1Q24	同比
中国人保	107,520	113,843	5.9%	中国人保	4,622	2,351	-49.1%
平安财险	76,312	80,627	5.7%	平安财险	992	323	-67.5%
太保财险	43,038	45,556	5.9%	太保财险	689	911	32.3%
合计值	226,870	240,026	5.8%	合计值	5,944	3,624	-39.0%
财险保险服务收入确认比例	1Q23	1Q24	同比	新准则-净利润 单位：百万元	1Q23	1Q24	同比
中国人保	64.1%	65.4%	1.3pct.	中国人保	9,508	5,871	-38.3%
平安财险	99.2%	102.0%	2.8pct.	平安财险	4,544	3,892	-14.3%
太保财险	74.8%	72.9%	-1.9pct.	太保财险	2,000	1,933	-3.4%
合计值	75.1%	76.1%	1pct.	合计值	16,052	11,696	-27.1%

➤ 新准则下同期基数较高是拖累ROE的核心因素

- 根据我们搭建的新准则财险ROE框架（平均承保杠杆*承保利润率+总投资收益率*平均投资杠杆+其他收益）*（1-实际税率），1Q24中国财险ROE为2.5%，可比口径同比下降1.8个pct.。

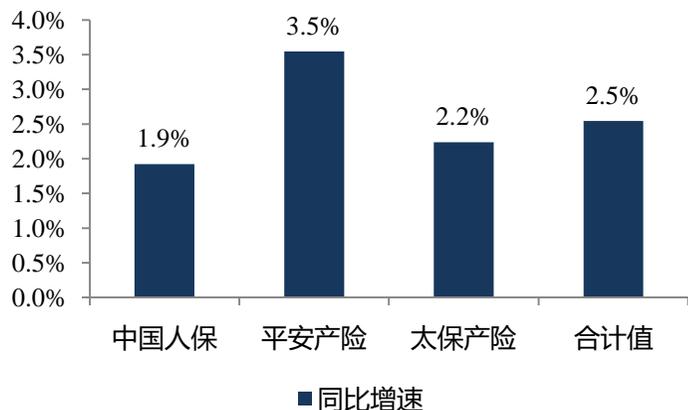
中国财险新准则ROE驱动因素分析（境内会计准则）

ROE驱动分析 (单位: 百万元)	2022A	1Q23	1H23	9M23	2023A	1Q24
保险服务收入	424,355	107,520	224,368	346,038	457,203	113,843
综合成本率	96.7%	95.7%	96.4%	97.9%	97.6%	97.9%
平均承保杠杆	2.02	0.48	1.01	1.56	2.04	0.48
承保利润	14,213	4,622	8,105	7,379	11,073	2,351
投资资产	577,305	574,089	596,845	596,662	601,297	603,712
投资收益率	3.6%	1.3%	2.5%	2.7%	3.5%	0.8%
平均投资杠杆	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
总投资收益	21,351	7,508	14,959	16,232	20,920	4,776
其他收益	-1,599	-521	-678	-1,548	-3,074	-302
利润总额	33,965	11,609	22,387	22,064	28,919	6,826
所得税	-4,874	-2,101	-3,154	-2,678	-3,690	-955
实际税率	-14.4%	-18.1%	-14.1%	-12.1%	-12.8%	-14.0%
净利润	29,099	9,508	19,233	19,386	25,229	5,871
权益	217,260	227,116	227,659	226,480	230,388	239,214
ROE	13.8%	4.3%	8.6%	8.7%	11.3%	2.5%
业绩贡献	2022A	1Q23	1H23	9M23	2023A	1Q24
承保业绩税前贡献	41.8%	39.8%	36.2%	33.4%	38.3%	34.4%
投资业绩税前贡献	62.9%	64.7%	66.8%	73.6%	72.3%	70.0%

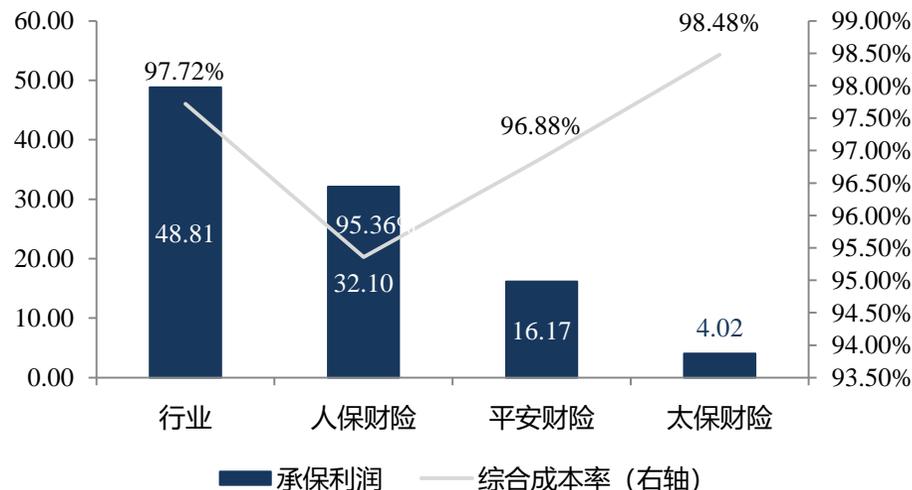
➤ 1Q24上市险企合计实现车险原保费收入同比增长2.5%，赔付率拖累车险承保盈利

- 从“老三家”1Q24车险原保费同比增速来看：平安(+3.5%)>太保(+2.2%)>人保(+1.9%)。上市险企聚焦业务品质升级，主动放缓车险原保费增速。
- 2023年疫情管控结束，车险赔付率指标呈上升态势；2024年行业车险综合赔付率开年即在高位，新能源车险业务确实给各经营主体带来了赔付压力。
- 根据东方和讯统计，1Q24全行业车险承保利润48.81亿元（综合成本率为97.72%），其中人保/平安/太保财险分别为32.10/16.17/4.02亿元，老准则下综合成本率为95.36%、96.88%和98.48%（1Q23分别为95.2%/96.9%/98.6%）。

1Q24“老三家”车险原保费收入同比增速

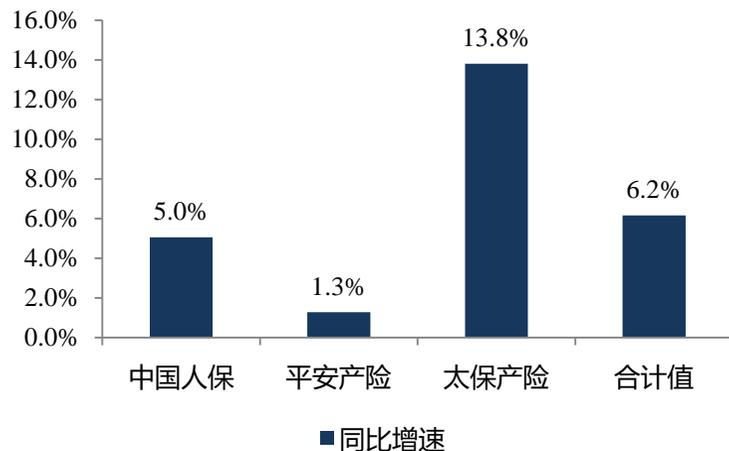


1Q24“老三家”车险业务经营情况（老准则，单位：亿元）

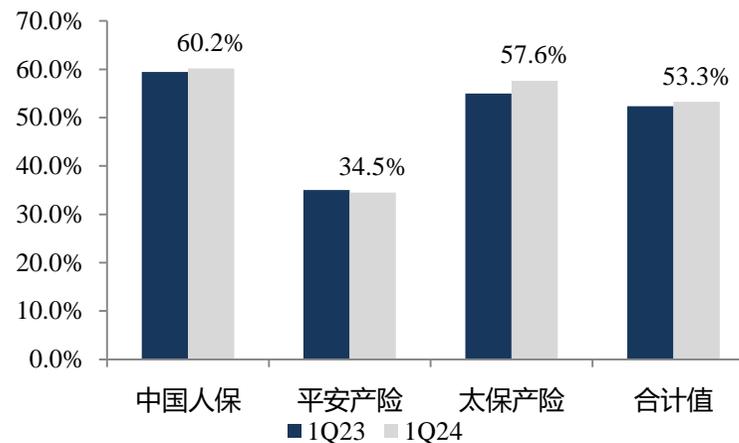


- 根据应急管理部数据，1Q24我国自然灾害以低温雨雪冰冻、地震和地质灾害为主，干旱、风雹、洪涝、沙尘暴和森林火灾等也有不同程度发生，直接经济损失237.6亿元（1Q23仅为25.5亿元），同比明显增加
 - 从“老三家”1Q24非车险原保费同比增速来看：太保（+13.8%）>人保（+5.0%）>平安（+1.3%）。1Q24“老三家”非车业务占比为53.3%。
 - 人保财险部分政策性业务招标受季节性影响。太保农险持续推进扩面增品提标，提升农险保障广度和深度，深化“农业保险+”产品和服务创新，满足客户的多元化需求。

1Q24 “老三家”非车原保费收入同比增速

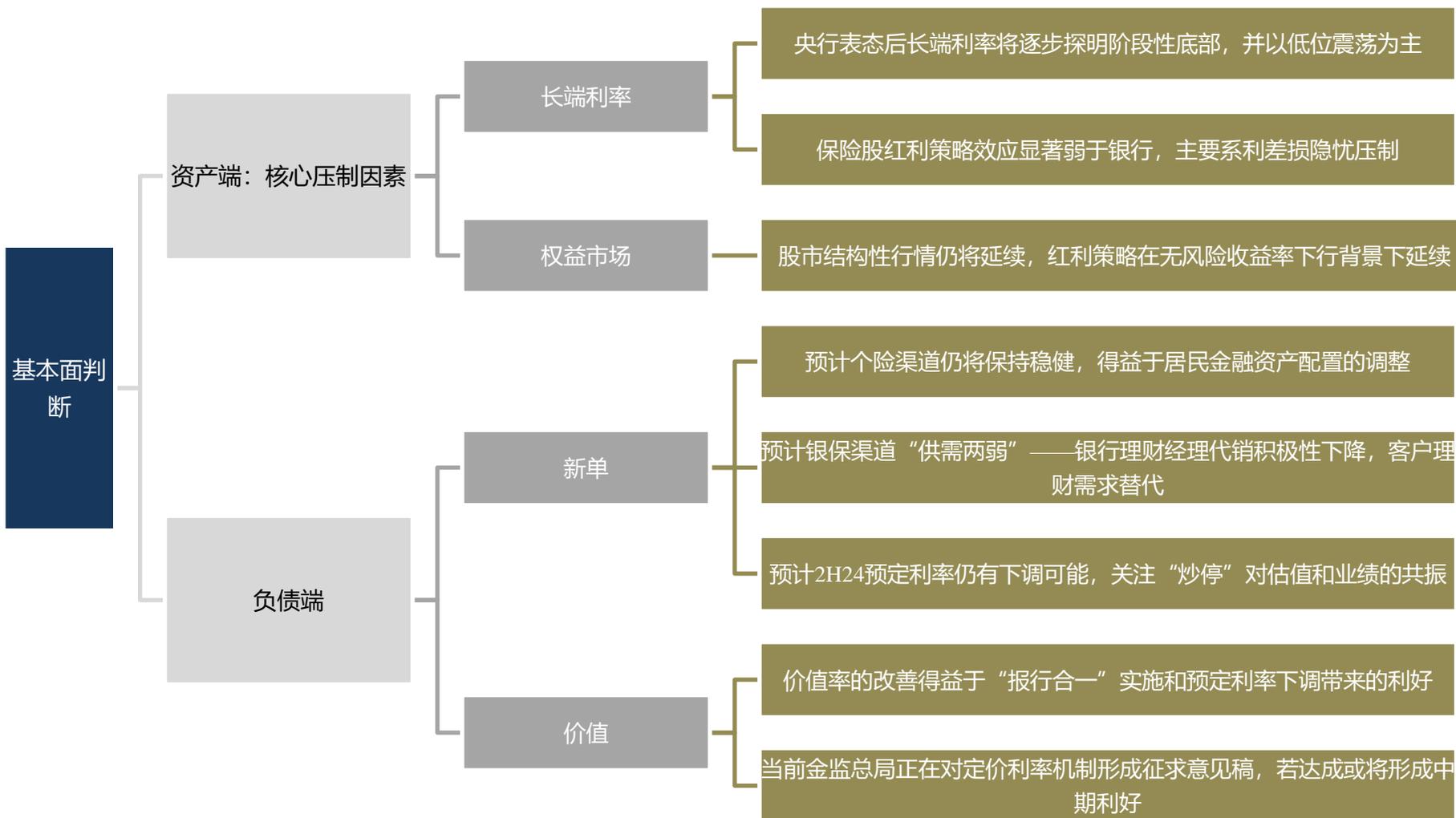


1Q24 “老三家”非车占比



投资建议：利率底部上行，季报超预期，首推中国太保

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



- **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”、“固定利率的长期限债券久期长，对利率波动比较敏感，投资者需要高度重视利率风险”。
 - 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。我们认为2Q24在上年同期高基数压力下，1H24负债端新单和价值增速有望保持平稳。
 - 打造金融“国家队”，期待保险新“国十条”年内亮相。近期《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”。考虑到4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。
- **投资建议：继续推荐充分受益于资产端预期底部反转的纯寿险标的。保险板块首推中国太保，其次推荐中国平安**

表：上市险企估值表（以2024年5月8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	41.95	81.10	83.19	85.15	117.98	中国平安	0.52	0.50	0.49	0.36
601628.SH	中国人寿	31.22	44.60	48.64	52.97	57.61	中国人寿	0.70	0.64	0.59	0.54
601601.SH	中国太保	26.50	55.04	58.65	63.01	67.15	中国太保	0.48	0.45	0.42	0.39
601336.SH	新华保险	31.61	80.29	88.47	97.14	106.58	新华保险	0.39	0.36	0.33	0.30

			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	41.95	5.01	7.88	8.49	8.94	中国平安	8.38	5.32	4.94	4.69
601628.SH	中国人寿	31.22	0.75	1.11	1.36	1.50	中国人寿	41.80	28.05	22.96	20.84
601601.SH	中国太保	26.50	2.83	3.15	3.90	4.46	中国太保	9.35	8.40	6.79	5.94
601336.SH	新华保险	31.61	2.79	3.50	3.99	4.25	新华保险	11.32	9.03	7.92	7.45

			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	41.95	49.18	52.50	56.96	63.79	中国平安	0.85	0.80	0.74	0.66
601628.SH	中国人寿	31.22	16.28	17.28	18.39	19.57	中国人寿	1.92	1.81	1.70	1.60
601601.SH	中国太保	26.50	25.94	28.14	30.96	34.04	中国太保	1.02	0.94	0.86	0.78
601336.SH	新华保险	31.61	33.68	36.59	39.81	43.15	新华保险	0.94	0.86	0.79	0.73

			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	9.58	10.40	11.63	12.65	13.72	中国财险	0.85	0.76	0.70	0.64

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=0.9222元人民币汇率计算，数据更新至2024年5月8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。

风险提示

➤ 宏观经济复苏低于预期拖累长端利率和权益市场大幅下行

- 宏观经济若持续低迷，则对长端利率和权益市场产生较大压制，拖累寿险板块估值。长端利率与权益市场持续震荡下行对保险股估值与业绩的双杀。
- 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。若后续长端利率再度下行则将进一步加剧寿险公司利差损担忧，拖累寿险公司估值水平。

➤ 寿险业转型持续低于预期

- 当前寿险业仍处于转型阵痛期，虽然受竞品理财表现低迷影响，储蓄型业务需求回暖，但对保险公司资产匹配带来挑战。当前队伍数量仍在探底，队伍新增入口仍存在压力。

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。

东吴证券财富家园