

承保利润小幅下降，综合投资收益率逆势改善 ——从1Q24偿二代二期工程季报看头部财险公司经营质效

2024年05月15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

- 头部险企陆续披露1Q24偿二代二期工程报告摘要，我们根据建立的【东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系（财险篇）】，通过标准化打分加总的形式对样本财险公司的季度经营和盈利能力进行综合评分，标准化得分由高至低为人保财险、太保财险、国寿财险、平安财险、大地财险和太平财险，我们具体分析如下。
- **偿付能力充足率变化：1Q24末样本财险公司平均核心偿付能力充足率为191.67%，环比4Q23上升2.2pct.；综合偿付能力充足率为220.43%，环比4Q23下降3.2pct.。**
- **财险公司经营指标分析：承保利润小幅下降，综合投资收益率逆势改善。**1Q24样本财险公司合计实现保险业务收入3,713亿元，期末净资产为4,866亿元，样本财险公司（除太平外）实现净利润139亿元，同比下降20.3%，平均ROE为2.90%。1Q24样本财险公司单季净资产收益率由高至低为太保财险（3.4%）、人保财险（3.2%）、平安财险（3.0%）、国寿财险（2.5%）、太平财险（1.8%）和大地财险（-0.1%）；单季综合投资收益率由高至低为太保财险（1.8%）、太平财险（1.7%）、人保财险（1.6%）、大地财险（1.2%）、国寿财险（1.1%）和平安财险（0.9%）。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%。而老准则下，1Q24样本财险公司承保利润合计为82.2亿元（1Q23：90.3亿元），新旧准则承保利润同比差异主要系新准则下递延费用口径增加（包括了手续费、市场费用等），费用从过去实际支出确认（收付实现制）改为全年根据收入确认摊销（权责发生制），使得实际签单费用改善并未完全体现在当期承保利润中。
- **实际资本与最低资本分析：样本财险公司1Q24末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67.7%、52.3%和28.6%（4Q23末为68.4%、48.7%和27.4%）。**具体来看，1Q24国寿财险非寿险业务保险风险最低资本占比最高（达77.5%），表征更加“保险姓保”；人保的保险风险最低资本占比最低（达59.6%）。太保财险信用风险最低资本最高（达37.2%），表征受外部市场环境波动冲击更大。
- **资本经营效率分析：我们分别估算了承保杠杆和投资杠杆，1Q24样本财险公司两项指标平均值分别为2.1倍和3.7倍，同环比保持稳定。**使用“保险合同负债/最低资本”以表征资本运用效率，1Q24末样本财险公司排名前三：大地财险、国寿财险、平安财险。我们使用“超过150%最低资本要求的净资产占比”表征期末资产负债表中每单位净资产最大可供分配金额，该比值越高表明财险公司潜在报表分红能力越强。1Q24末样本财险公司排名前三：大地财险、人保财险和平安财险。
- **投资建议：通过我们建立的【东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系（财险篇）】能够更清晰且更高频率地分析样本财险公司的季度经营效益、盈利能力水平和资本效率水平，并可横向和纵向进行比较分析，有助于市场更全面地分析上市公司基本面，优质上市公司估值溢价或将进一步提升。**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。继续推荐充分受益于资产端预期底部反转的纯寿险标的。A股保险板块首推中国太保和中国平安，推荐新华保险、中国人寿和中国财险。
- **风险提示：1）二期工程下偿付能力报告为披露摘要报告，相关指标解读与实际经营结果与风险水平可能存在偏差；2）市场竞争加剧推升费用率水平，拖累整体承保业绩；3）股市波动导致投资收益下滑。**



■ 1.引言：1Q24偿二代二期工程季报披露

■ 2.主要指标结果分析

■ 3.财险公司经营指标分析

■ 4.实际资本分析

■ 5.最低资本分析

■ 6.资本经营效率分析

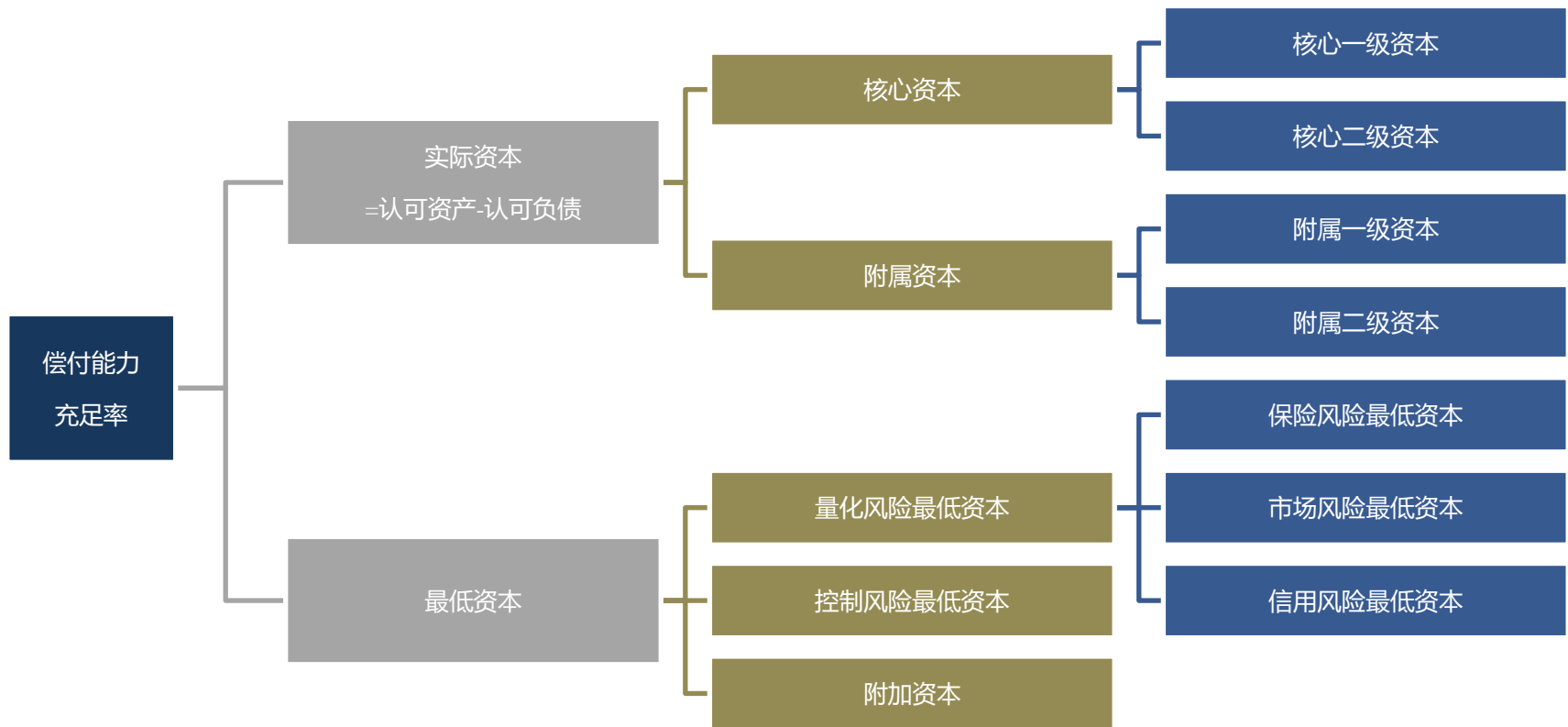
■ 7.主要结论、投资建议与风险提示

1.引言：1Q24偿二代二期工程季报披露

➤ 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

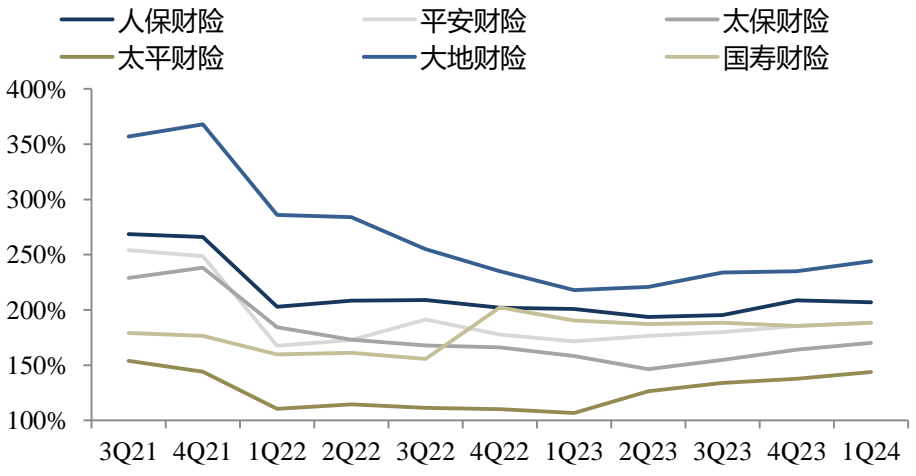


1.1.二期工程补齐监管制度

➤ 样本财险公司综合偿付能力充足率与核心偿付能力充足率变化趋势分析

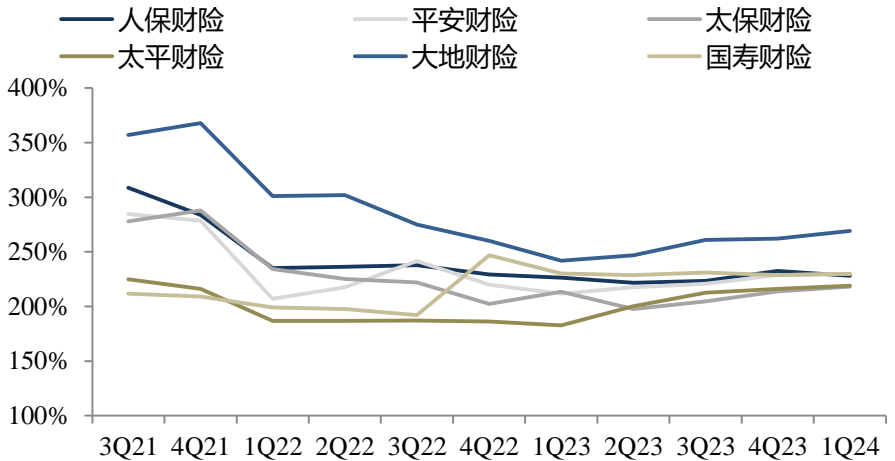
- 1Q22样本财险公司正式实施偿二代二期工程，综合和核心偿付能力充足率均有不同程度下降。
- 1Q24末样本财险公司平均核心偿付能力充足率为191.67%，环比4Q23上升2.2pct.；综合偿付能力充足率为220.43%，环比4Q23下降3.2pct.。
- 样本财险公司中，除人保财险外，其余财险公司综合与核心偿付能力充足率均有不同程度改善。人保财险披露1Q24核心与综合偿付能力充足率环比4Q23略有下降主要系最低资本上升幅度高于实际资本，相比其他样本财险公司，人保财险在市场风险最低资本环比增速上略高，公司公告主要系权益价格风险最低资本增加和利率风险最低资本增加，其中，利率风险最低资本增加主要是1Q24增持国债和地方政府债影响。

图：样本财险公司核心偿付能力充足率变化趋势



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：样本财险公司综合偿付能力充足率变化趋势



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

➤ 我们建立了【东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系（财险篇）】评价体系，通过标准化打分加总的形式对样本财险公司的季度经营和盈利能力进行综合评价

保费收入同比增速 (+, 正向指标)

• 保险业务收入增速体现了样本财险公司全口径保费增长情况。保费收入同比增速越高，表明样本财险公司保费收入增长动能越强

ROE (+, 正向指标)

• 计算公式=净利润÷期初期末平均净资产×100%

综合投资收益率 (+, 正向指标)

• (投资收益+公允价值变动损益+汇兑损益+可供出售金融资产的公允价值变动净额 - 投资资产减值损失 - 投资业务的税金及附加 - 利息支出) ÷ 报告期资金运用平均余额×100%

承保利润率 (+, 正向指标)

• 1-综合成本率。其中综合成本率=(赔付支出+未决赔款准备金变动额-摊回赔付支出+业务及管理费+手续费及佣金+分保费用支出+承保业务的税金及附加-摊回分保费用) ÷ (自留保费-未到期责任准备金变动额) ×100%

综合费用率 (-, 负向指标)

• (业务及管理费+手续费及佣金+分保费用支出+承保业务的税金及附加-摊回分保费用) ÷ (自留保费-未到期责任准备金变动额) ×100%

百元保费经营活动净现金流 (+, 正向指标)

• 经营活动净现金流 ÷ 保费收入 × 100，其中，经营活动净现金流及保费收入的计算口径均为本年累计数

直销渠道签单保费贡献占比 (+, 正向指标)

• “直销渠道签单保费/整体签单保费”，该指标越高表明渠道管控能力越强

非车保费收入效率 (-, 负向指标)

• “应收款项占比/非车业务签单保费收入占比”以表征非车保费收入效率，该指标内涵为每提高单位百分点非车业务占比所带动应收款项占比提升

保险风险最低资本占比 (+, 正向指标)

• 保险风险最低资本占比越高说明公司市场和信用风险最低资本越低，受外部环境波动影响相对更小

保险合同负债/最低资本 (+, 正向指标)

• 使用二期工程下逐季披露的“保险合同负债/最低资本表”以表征资本运用效率。该指标内涵是每单位最低要求资本所创造的财险保险合同准备金，比值越高表明财险公司资本经营效率更高

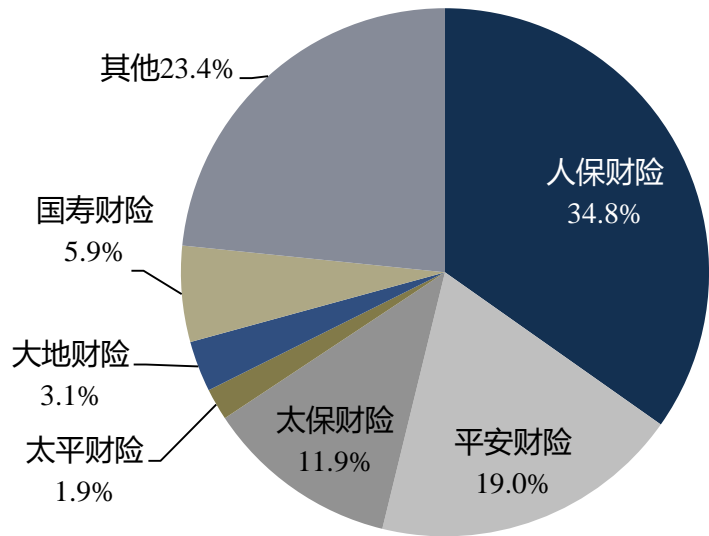
报表潜在分红能力 (+, 正向指标)

• 分子为“期末净资产-150%*二期工程下期末最低资本要求”，分母为期末净资产，表征期末资产负债表每单位净资产最大可供分配金额，比值越高表明财险公司潜在报表分红能力越强

1.3.样本选择

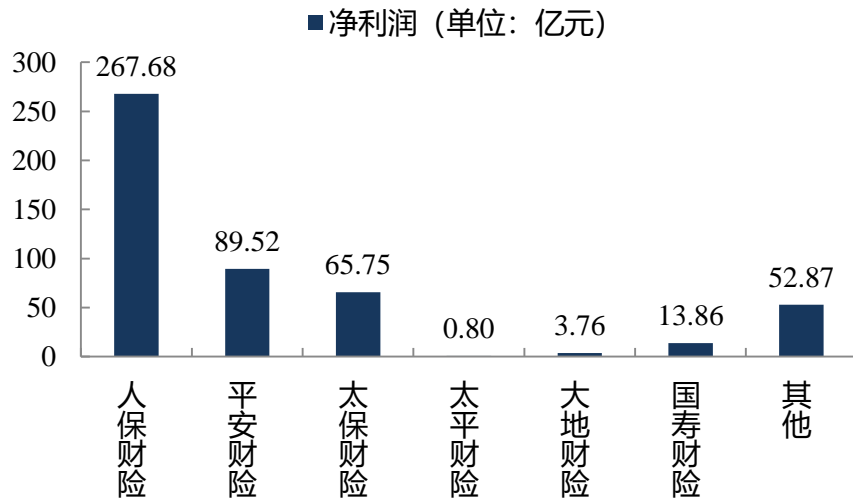
- 我国财险行业呈现极强的马太效应，头部公司无论是保费规模还是盈利能力均显著优于中小公司**
 - 我们选取了传统老三家财险公司（人保财险、平安财险和太保财险）以及具有代表性的上市险企财险子公司（太平财险、大地财险和国寿财险），合计6家公司作为样本进行分析。
 - 2023年样本财险公司贡献全行业约76.6%的原保费收入和89.3%的净利润。

图：样本财险公司原保费收入占比（2023）



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图：样本财险公司净利润（2023）



数据来源：银保监会，东吴证券研究所，13个精算师公众号；注：选取截至24年4月披露偿报数据，且具有可比口径的82家财险公司

1.4.主要结论

- 我们建立了【东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系（财险篇）】评价体系，通过标准化打分加总的形式对样本财险公司的季度经营和盈利能力进行综合评分

表：东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系（财险篇，评价时间：1Q24）

指标名称	计算指标	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险
财务指标	保费收入同比增速 (+)	3.9%	2.8%	8.6%	10.1%	0.0%	4.1%
	ROE (+)	3.2%	3.0%	3.4%	1.8%	-0.1%	2.5%
	综合投资收益率 (+)	1.6%	0.9%	1.8%	1.7%	1.2%	1.1%
承保效益	承保利润率 (+)	3.9%	1.9%	2.5%	0.6%	0.5%	0.8%
	综合费用率 (-)	23.0%	26.5%	25.8%	31.3%	28.1%	27.1%
流动性风险指标	百元保费经营活动净现金流 (+)	0.52	(1.50)	2.30	(6.01)	1.00	4.22
业务结构	直销渠道签单保费贡献占比 (+)	44.1%	9.9%	36.4%	31.4%	41.3%	18.7%
	非车保费收入效率 (-)	25.2%	24.1%	31.8%	30.6%	35.5%	25.9%
最低资本构成	保险风险最低资本占比 (+)	59.7%	71.7%	75.1%	77.0%	73.1%	77.1%
资本经营效率	保险合同负债/最低资本 (+)	4.39	4.70	4.19	4.52	5.64	5.21
	报表潜在分红能力 (+)	33.1%	27.6%	22.6%	12.2%	46.4%	27.1%

数据来源：保险行业协会，东吴证券研究所，注：计算指标括号中的“+、-”表示正向/负向关系

1.4.主要结论：人保财险领跑

➤ 标准化得分由高至低为人保财险 (5.4)、太保财险 (5.2)、国寿财险 (4.2)、平安财险 (3.1)、大地财险 (3) 和太平财险 (2.7)

表：东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系下样本公司标准化得分（财险篇，评价时间：1Q24）

指标名称	计算指标	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险
财务指标	保费收入同比增速 (+)	0.38	0.27	0.85	1.00	0.00	0.40
	ROE (+)	0.95	0.89	1.00	0.55	0.00	0.74
	综合投资收益率 (+)	0.81	0.00	1.00	0.84	0.28	0.26
承保效益	承保利润率 (+)	1.00	0.42	0.60	0.02	0.00	0.11
	综合费用率 (-)	0.00	-0.42	-0.34	-1.00	-0.62	-0.49
流动性风险指标	百元保费经营活动净现金流 (+)	0.64	0.44	0.81	0.00	0.69	1.00
业务结构	直销渠道签单保费贡献占比 (+)	1.00	0.00	0.78	0.63	0.92	0.26
	非车保费收入效率 (-)	-0.09	0.00	-0.68	-0.57	-1.00	-0.16
最低资本构成	保险风险最低资本占比 (+)	0.00	0.69	0.88	1.00	0.77	1.00
资本经营效率	保险合同负债/最低资本 (+)	0.13	0.35	0.00	0.22	1.00	0.70
	报表潜在分红能力 (+)	0.61	0.45	0.30	0.00	1.00	0.43
标准化得分		5.44	3.09	5.20	2.69	3.03	4.25

数据来源：保险行业协会，东吴证券研究所，注：为统一得分，通过最大最小规范化 $[(X-\min) / (\max-\min)]$ ，将每一行属性的值映射至-1至1的区间

2. 主要指标结果分析

2.1. 偿付能力充足率指标

➤ 实际资本、最低资本环比上升，使得核心偿付能力充足率上升

- 1Q24样本财险公司期末实际资本为4,986亿元，较上季度末环比增加2.6%，其中核心资本较上季末环比增加5.3%至4,335亿元；1Q24末最低资本为2,262亿元，较上季度末环比上升4.1%。

➤ 大地、太保、太平核心偿付能力充足率绝对水平增幅相对较大，人保核心偿付能力水平降幅较大

- 1Q24样本财险公司综合偿付能力充足率由高至低为大地财险（269.0%）、国寿财险（230.0%）、人保财险（228.1%）、太平财险（218.9%）、太保财险（218.2%）和平安财险（199.1%）。
- 1Q24样本财险公司核心偿付能力充足率当季变化由高至低为大地财险（9pct.）、太保财险（6.1pct.）、太平财险（6pct.）、平安财险（4.4pct.）、国寿财险（3pct.）和人保财险（-1.8pct.）。

表：样本财险公司1Q24偿付能力环比变化情况（1Q24环比4Q23）

1Q24偿付能力表 (本季末环比上季末)	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险	合计值
认可资产	6.46%	-0.94%	10.18%	8.76%	4.47%	3.12%	4.56%
认可负债	7.14%	-0.43%	11.97%	10.20%	5.35%	3.33%	5.29%
实际资本	4.83%	-2.52%	4.89%	3.98%	1.96%	2.53%	2.59%
最低资本	6.79%	1.75%	2.74%	2.59%	-0.94%	1.99%	4.07%
核心偿付能力溢额	5.07%	8.21%	12.49%	18.73%	5.34%	5.52%	6.64%
核心偿付能力充足率 (%)	206.90%	173.80%	170.20%	143.75%	244.00%	188.45%	191.67%
核心偿付能力充足率变化	-1.8pct.	4.4pct.	6.1pct.	6pct.	9pct.	3pct.	2.2pct.
综合偿付能力溢额	3.34%	-6.47%	6.78%	5.17%	3.75%	2.94%	1.40%
综合偿付能力充足率 (%)	228.10%	199.10%	218.20%	218.92%	269.00%	229.95%	220.43%
综合偿付能力充足率变化	-4.3pct.	-8.7pct.	4.4pct.	2.9pct.	7pct.	1.2pct.	-3.2pct.

数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

2.1. 偿付能力充足率指标

➤ 样本财险公司预计2Q24综合偿付能力充足率将下降

- 样本财险公司预计最低资本2Q24环比将上升2.51%，而实际资本2Q24环比下降0.27%。
- 国寿财险预计2Q24核心偿付能力充足率上行3.1个pct.，预计增加幅度领先样本公司。

表：样本财险公司1Q24偿付能力变化表下季度预测值环比变化情况（2Q24预测环比1Q24末）

1Q24偿付能力表 (下季度预测环比本季末)	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险	合计值
认可资产	1.51%	-2.14%	1.26%	0.10%	2.03%	1.21%	0.46%
认可负债	2.16%	-2.15%	1.28%	0.00%	2.71%	1.00%	0.72%
实际资本	-0.11%	-2.10%	1.19%	0.47%	0.02%	1.81%	-0.27%
最低资本	5.08%	-0.85%	1.54%	1.14%	3.47%	0.56%	2.51%
核心偿付能力溢额	-4.96%	-1.17%	1.52%	-0.28%	-2.38%	4.08%	-2.62%
核心偿付能力充足率 (%)	196.69%	173.50%	170.10%	143.14%	236.00%	191.55%	187.09%
核心偿付能力充足率变化	-10.2pct.	-0.3pct.	-0.1pct.	-0.6pct.	-8pct.	3.1pct.	-4.6pct.
综合偿付能力溢额	-4.17%	-3.37%	0.90%	-0.10%	-2.02%	2.78%	-2.57%
综合偿付能力充足率 (%)	216.83%	196.60%	217.50%	217.46%	260.00%	232.82%	214.46%
综合偿付能力充足率变化	-11.3pct.	-2.5pct.	-0.7pct.	-1.5pct.	-9pct.	2.9pct.	-6pct.

数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

2.2.流动性风险监测指标

- 财产保险公司的流动性风险监测指标包括经营活动净现金流、百元保费经营活动净现金流、特定业务现金流支出占比、规模保费同比增速、现金及流动性管理工具占比、季均融资杠杆比例、AA级（含）以下境内固定收益类资产占比、持股比例大于5%的上市股票投资占比、应收款项占比、持有关联方资产占比等

表：样本财险公司1Q24流动性风险监测指标结果

流动性风险监测指标	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险
一、经营活动净现金流（万元）	90,016	-444,620	144,874	-57,296	15,030	127,532
二、百元保费经营活动净现金流（元）	0.52	-1.5	2.3	-6.01	1	4.22
三、特定业务现金流支出占比（%）	0.49%	4.00%	2.20%	0.00%	5.11%	1.38%
四、规模保费同比增速（%）	3.78%	2.80%	9.60%	10.13%	0.16%	4.10%
五、现金及流动性管理工具占比（%）	2.04%	2.40%	3.50%	4.82%	5.13%	8.13%
六、季均融资杠杆比例（%）	4.68%	5.80%	3.20%	3.88%	10.93%	3.38%
七、AA级（含）以下境内固定收益类资产占比（%）	0.00%	0.00%	0.60%	0.00%	1.20%	0.05%
八、持股比例大于5%的上市股票投资占比（%）	7.94%	2.40%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
九、应收款项占比（%）	15.14%	8.20%	17.60%	15.39%	20.73%	11.29%
十、持有关联方资产占比（%）	10.11%	3.00%	3.40%	0.75%	1.53%	0.81%

数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

2.2.流动性风险监测指标

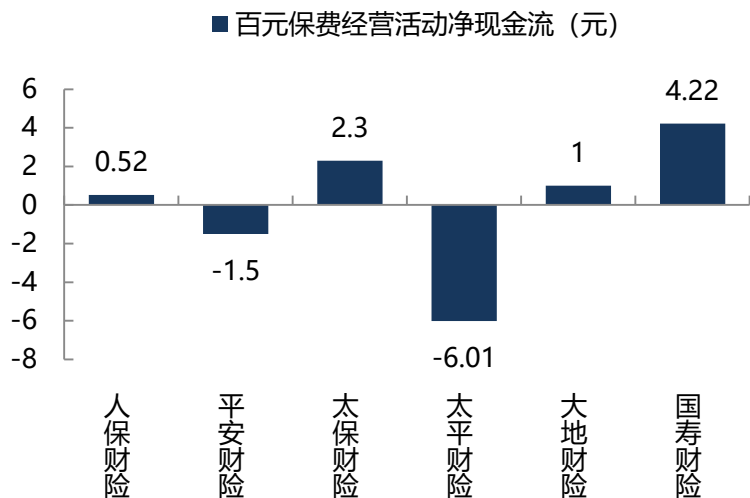
➤ 百元保费经营活动净现金流用于衡量保费转化为现金的效率

- 1Q24样本财险公司百元保费经营活动净现金流由高至低为国寿财险（4.22元）、太保财险（2.3元）、大地财险（1元）、人保财险（0.52元）、平安财险（-1.5元）和太平财险（-6.01元）。

➤ 计算“应收款项占比/非车业务保单保费收入占比”以表征非车保费收入效率，该指标内涵为每提高单位百分点非车业务占比所带动应收款项占比提升

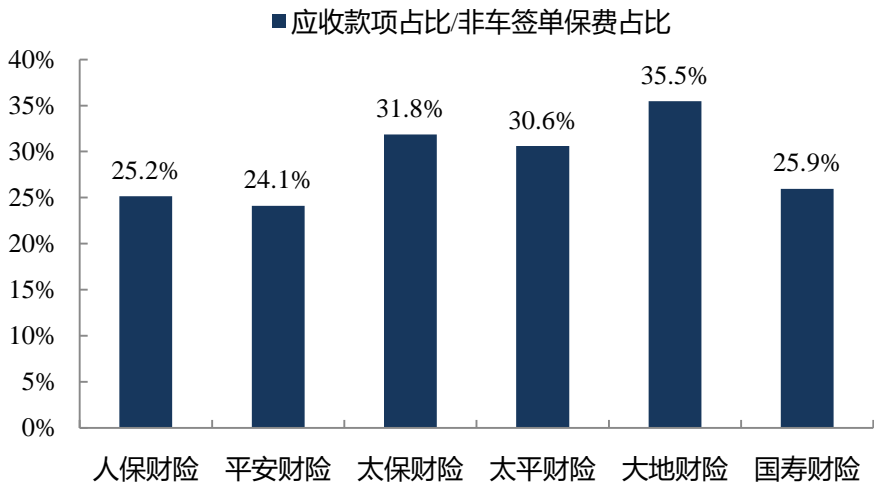
- 1Q24样本财险公司非车业务经营效率由高至低为平安财险（24.1%）、人保财险（25.2%）、国寿财险（25.9%）、太平财险（30.6%）、太保财险（31.8%）和大地财险（35.5%）。

图：1Q24样本财险公司百元保费经营活动净现金流



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：1Q24样本财险公司非车保费收入效率（负向指标，越高代表效率越低）



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

3.财险公司经营指标分析

3.1.主要经营指标分析

➤ 1Q24末人保财险盈利能力显著领跑样本保险公司，大地财险单季ROE为负

- 1Q24样本财险公司合计实现保险业务收入3,713亿元，期末净资产为4,866亿元。1Q24样本财险公司综合投资收益率表现改善，样本财险公司（除太平外）实现净利润139亿元，同比下降20.3%，平均ROE为2.90%。
- 1Q24样本财险公司单季净资产收益率由高至低为太保财险（3.4%）、人保财险（3.2%）、平安财险（3.0%）、国寿财险（2.5%）、太平财险（1.8%）和大地财险（-0.1%）。
- 1Q24样本财险公司单季综合投资收益率由高至低为太保财险（1.8%）、太平财险（1.7%）、人保财险（1.6%）、大地财险（1.2%）、国寿财险（1.1%）和平安财险（0.9%）。

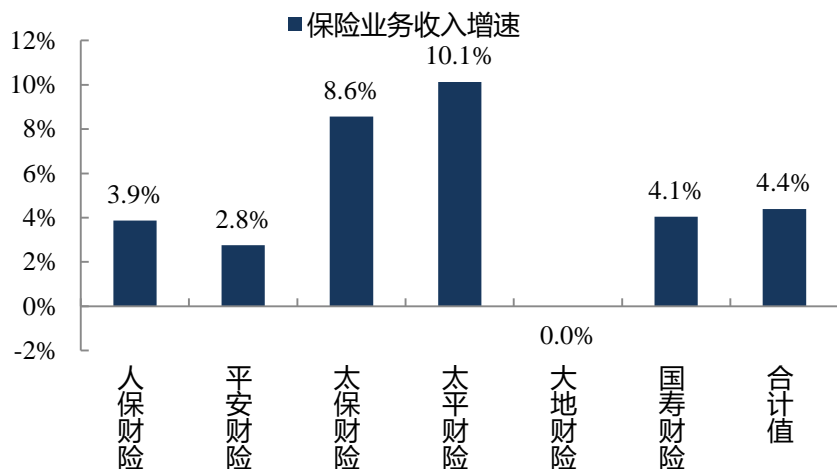
表：1Q24样本财险公司主要季度经营指标汇总

指标名称-本季末数 (单位：亿元)	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险	合计值
保险业务收入	1,745	791	627	95	151	303	3,713
净利润	74	38	19	2	-0	8	141
总资产	8,244	4,609	2,230	418	948	1,480	17,929
净资产	2,329	1,281	575	87	247	346	4,866
保险合同负债	4,560	2,907	1,245	231	497	876	10,315
基本每股收益 (元)	0.33	0.2	0.1	0	-0.002	0.03	0.24
净资产收益率 (%)	3.23%	3.00%	3.40%	1.81%	-0.11%	2.49%	2.89%
总资产收益率 (%)	0.92%	0.80%	0.90%	0.38%	-0.03%	0.58%	0.79%
投资收益率 (%)	0.92%	0.70%	0.80%	0.25%	0.02%	0.87%	0.78%
综合投资收益率 (%)	1.63%	0.90%	1.80%	1.66%	1.15%	1.13%	1.40%

数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所；注：平安、太保、太平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。我们对平安、太保追溯调整1Q23同期可比数据。另外，太平于3Q23使用新准则，无法追溯至1Q23，同比不可比。

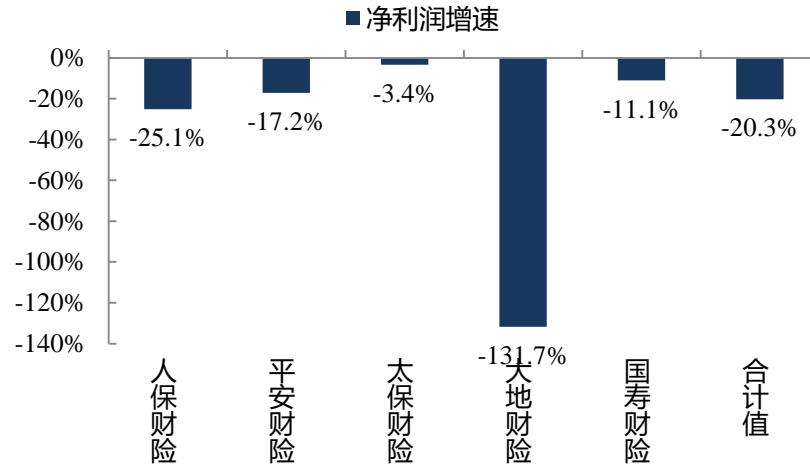
3.1.主要经营指标分析

图：1Q24样本财险公司保费收入同比增速对比



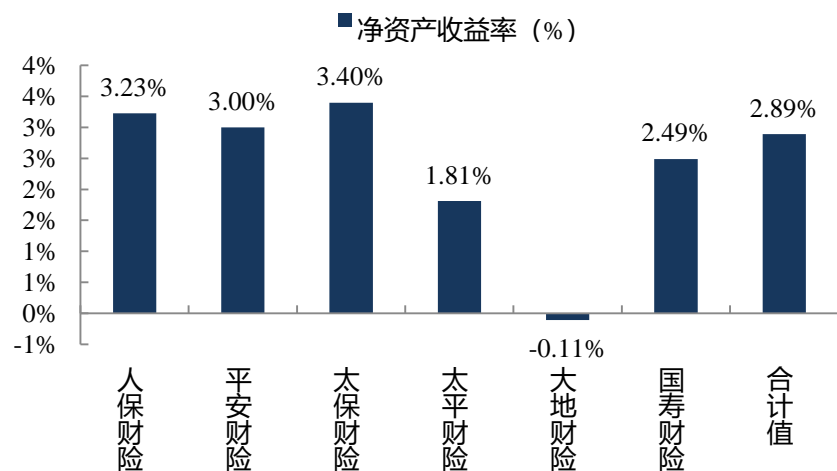
数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：1Q24样本财险公司（除太平外）净利润同比增速对比



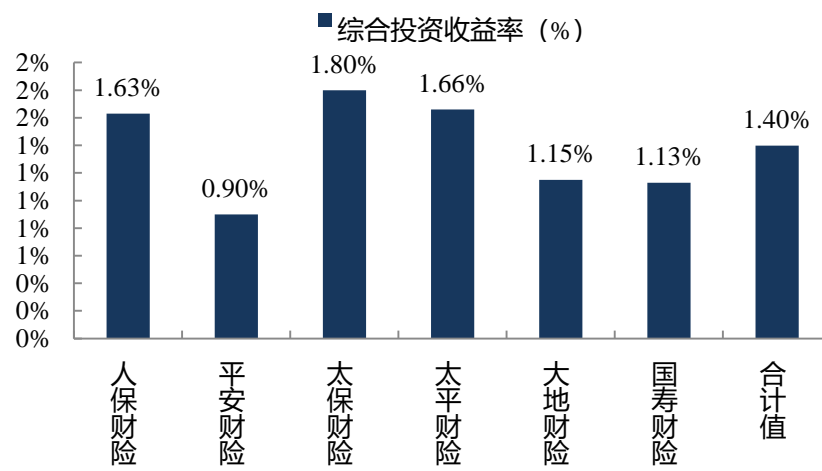
数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所；太平同期数据不可比

图：1Q24样本财险公司ROE水平



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

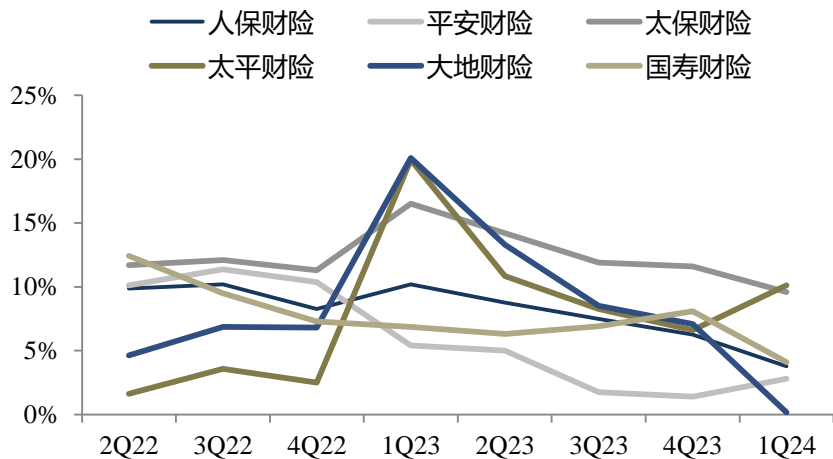
图：1Q24样本财险公司综合投资收益率水平



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

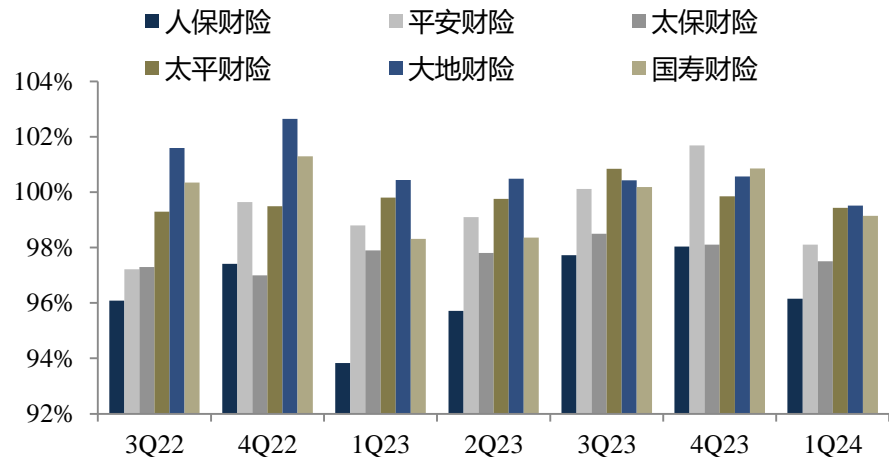
3.1.主要经营指标分析

图：样本财险公司累计规模保费同比增速一览



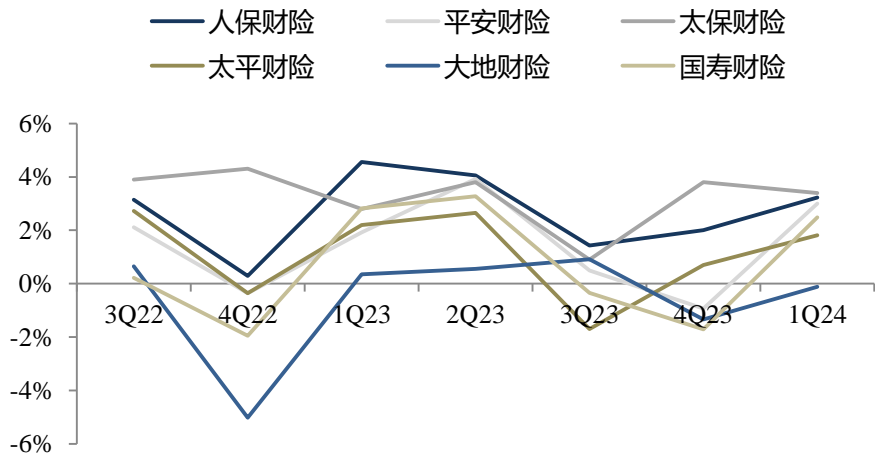
数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：样本财险公司累计综合成本率变化一览



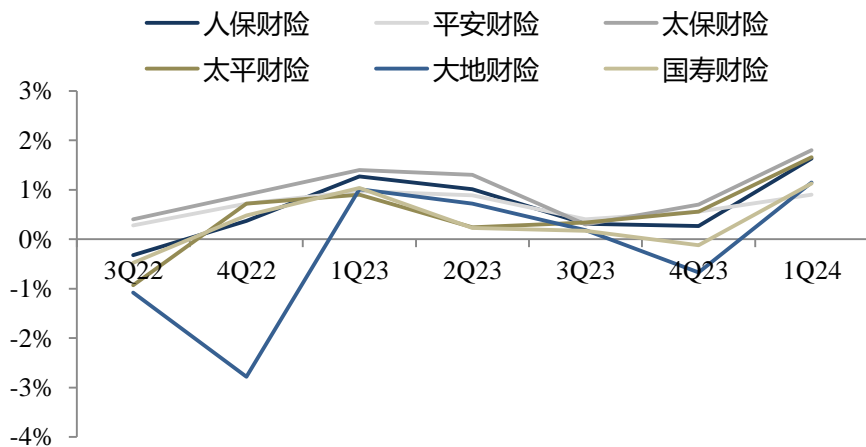
数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所；

图：样本财险公司单季度ROE净资产收益率变化一览



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：样本财险公司单季度综合投资收益率一览



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

3.2. 效益类指标分析：规模经济效益明显

➤ 人保财险费用率显著低于样本同业主要系公司手续费率和业务管理费率优势明显

- 1Q24样本财险公司综合成本率由高至低为大地财险（99.5%）、太平财险（99.4%）、国寿财险（99.2%）、平安财险（98.1%）、太保财险（97.5%）和人保财险（96.2%）；1Q23上年同期样本财险公司综合成本率由高至低为大地财险（100.4%）、太平财险（99.8%）、平安财险（98.8%）、国寿财险（98.3%）、太保财险（97.9%）和人保财险（93.8%），其中大地、太平、平安、太保出现逆势改善。
- 1Q24人保财险综合成本率同比上升，公司公告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。
- 人保财险得益于政府类业务占比高，综合费用率具备明显优势，手续费及佣金占比显著低于同业。车险综改进入第二阶段，精细化效率提升仍是行业课题。

表：1Q24样本财险公司主要季度效益类指标汇总

指标名称-累计	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险	合计值
综合成本率 (%)	96.15%	98.10%	97.50%	99.43%	99.51%	99.15%	97.26%
综合费用率 (%)	23.0%	26.5%	25.8%	31.3%	28.1%	27.1%	25.0%
综合赔付率 (%)	73.12%	71.50%	71.70%	68.17%	71.37%	72.10%	72.25%
手续费及佣金占比 (%)	6.34%	11.80%	7.80%	9.63%	7.54%	9.42%	8.13%
业务管理费占比 (%)	10.35%	14.90%	12.60%	15.41%	14.69%	13.47%	12.26%

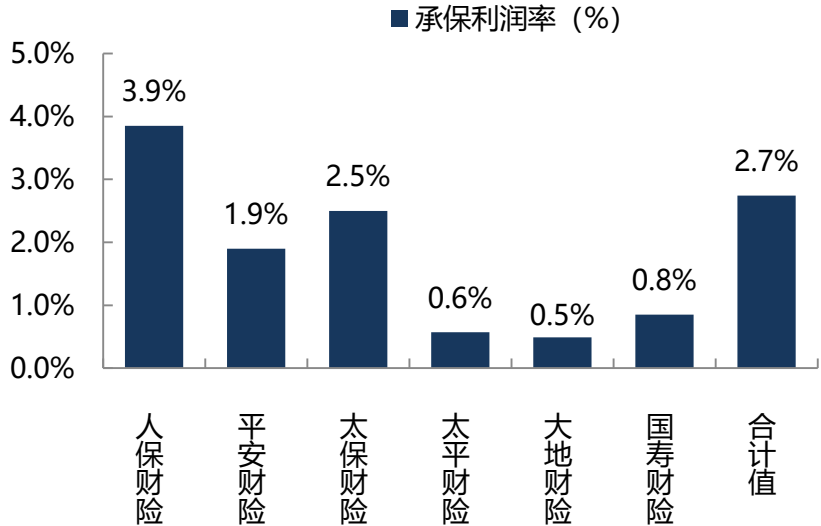
数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

3.2.效益类指标分析：承保利润马太效应明显

➤ 1Q24样本财险公司承保利润合计为82.2亿元（1Q23：90.3 亿元），主要由人保、平安、太保财险公司贡献

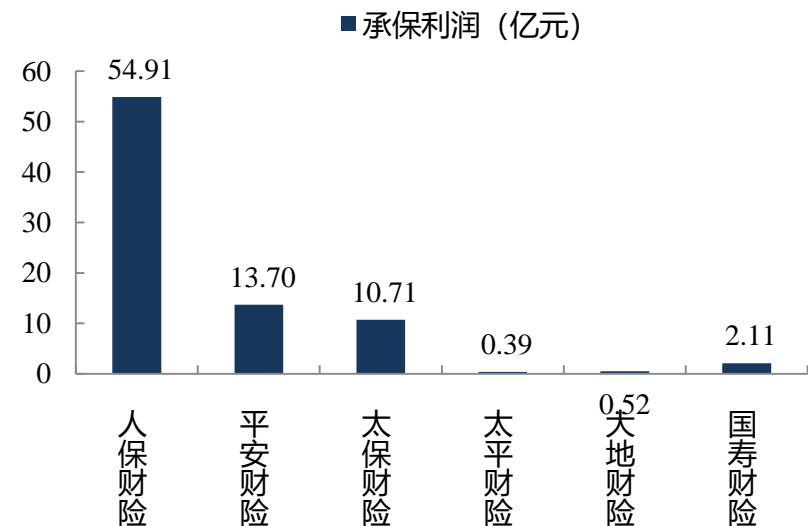
- 1Q24样本财险公司承保利润率由高至低为人保财险（3.9%）、太保财险（2.5%）、平安财险（1.9%）、国寿财险（0.8%）、太平财险（0.6%）和大地财险（0.5%）。
- 人保财险承保利润优势凸显，在样本公司中的承保利润占比相对稳定，平安、大地和国寿承保利润较4Q23转亏为盈。

图：1Q24样本财险公司承保利润率高低



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：1Q24样本财险公司承保利润对比



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

3.3.规模类指标分析：车均保费同比下降

➤ **车均保费差异主要来自计算口径和承保业务结构，车均保费增速短期仍将承压**

- 1Q24样本财险公司累计车险车均保费由高至低为平安财险（2833元）、太保财险（2744元）、国寿财险（2723.6元）、人保财险（2427.4元）、大地财险（1720元）和太平财险（1400元）。
- 车均保费下降主要系受宏观经济承压，新车和续保车业务保全保足率有所下降，车均保费承压。同时疫情期间出险率处于历史低位，NCD系数的改善仍将拖累短期车均保费的释放。
- **值得注意的是，新一轮车险自律在头部险企内展开，我们预计优质家自车业务承保利润有望逐步恢复。**2024年4月，头部财险公司在行业的牵头下召开行业内部会议，会议内容主要围绕保险公司要主动维护市场秩序，规范销售行为，协同行业打击市场侵害消费者权益的乱象，并要求保险代理、保险经纪等保险中介机构一同参与，针对家用车及驾乘险业务执行严格自律。

表：1Q24样本财险公司主要季度规模类指标汇总

指标名称-累计	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险	合计值
车险签单保费占比	39.83%	66.00%	44.74%	49.71%	41.56%	56.48%	48.09%
车险车均保费（元）	2,427	2,833	2,744	1,400	1,720	2,724	2,577
代理渠道签单保费占比	46.5%	71.5%	50.3%	55.2%	47.1%	72.8%	55.0%
直销渠道签单保费占比	44.1%	9.9%	36.4%	31.4%	41.3%	18.7%	32.8%
经纪渠道签单保费占比	8.5%	18.6%	13.3%	13.5%	11.6%	8.5%	11.8%
其他渠道签单保费占比	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%

数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

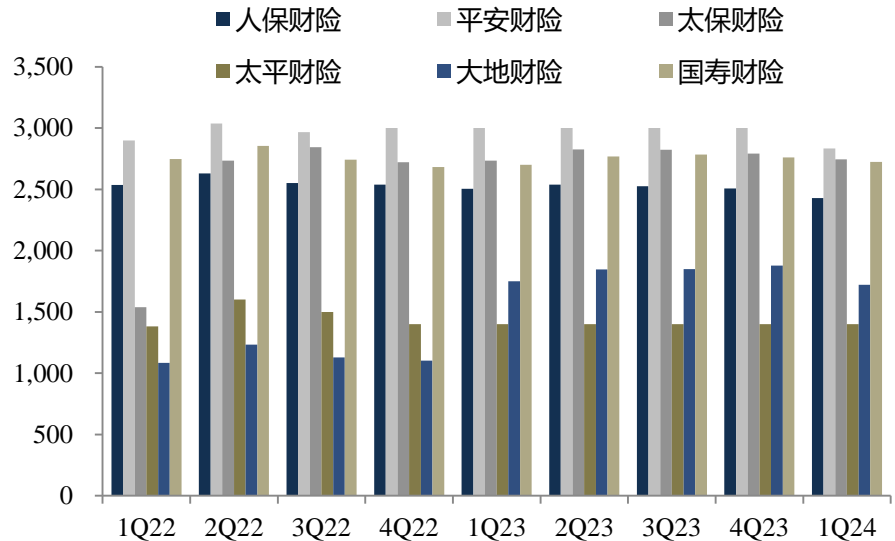
注：平安财险1Q24车险车均保费披露单位由此前万元改为元；太平财险车险车均保费披露单位为万元，我们调整至元。

3.3.规模类指标分析：车均保费同比下降

➤ 车均保费差异主要来自计算口径和承保业务结构，车均保费增速短期仍将承压

- 车均保费的绝对值差异可能来自车辆承保结构，如：承保车型差异（主要体现在家庭车车型差异，高端车占比越高车均保费越高）、商业险单车限额（如三者险限额等）和营运车占比（货车与网约车车均保费明显高于家庭自用车）。
- 商车自主定价系数的浮动范围由[0.65,1.35]扩大到[0.5,1.5]对车均保费仍有轻微影响，但对头部贡献整体影响利大于弊。
- 头部财险公司短期控制业务品质，摒弃对短期车险保费增速的考核。

图：样本财险公司车均保费变化趋势（单位：元）



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：车均保费受影响因素分析



数据来源：东吴证券研究所整理

3.3.规模类指标分析：业务与渠道结构均衡

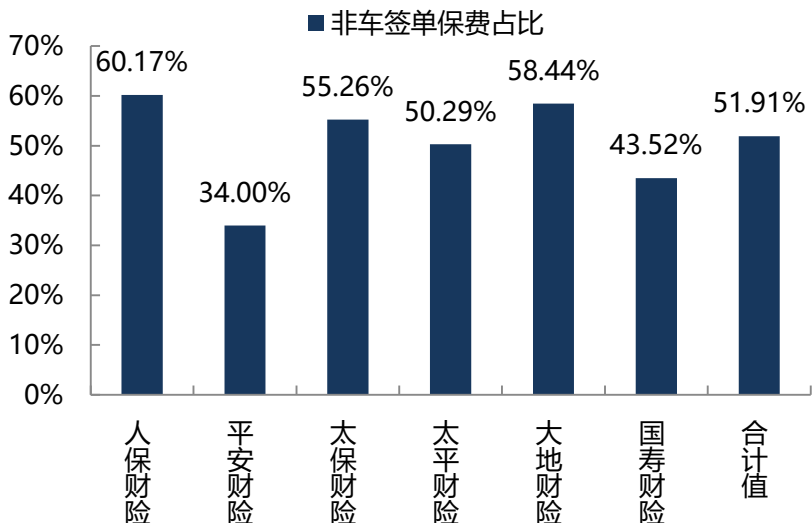
➤ **非车签单占比提升业务结构均衡性，人保、大地结构更为均衡**

- 1Q24样本财险公司非车签单保费占比由高至低为人保财险（60.2%）、大地财险（58.4%）、太保财险（55.3%）、太平财险（50.3%）、国寿财险（43.5%）和平安财险（34.0%）。

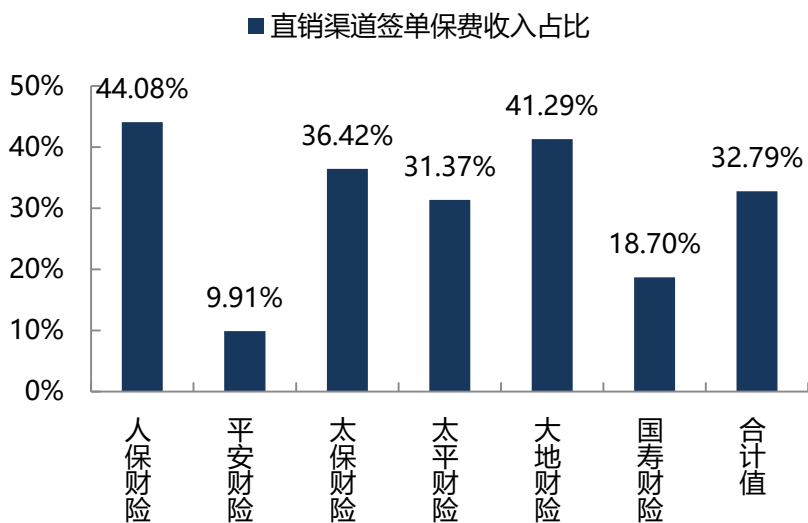
➤ **直销渠道体现了公司对自主可控渠道的管控能力，人保、大地1Q24直销签单占比超四成**

- 1Q24样本财险公司直销渠道签单保费收入占比由高至低为人保财险（44.1%）、大地财险（41.3%）、太保财险（36.4%）、太平财险（31.4%）、国寿财险（18.7%）和平安财险（9.9%）。

图：1Q24样本财险公司非车签单保费占比



图：1Q24样本财险公司直销渠道签单保费占比



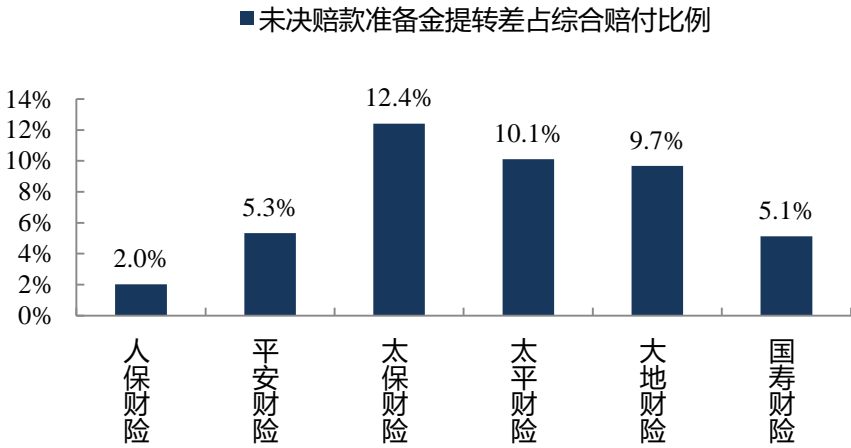
数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

3.4.打开未决赔款准备金黑箱，拆解IBNR

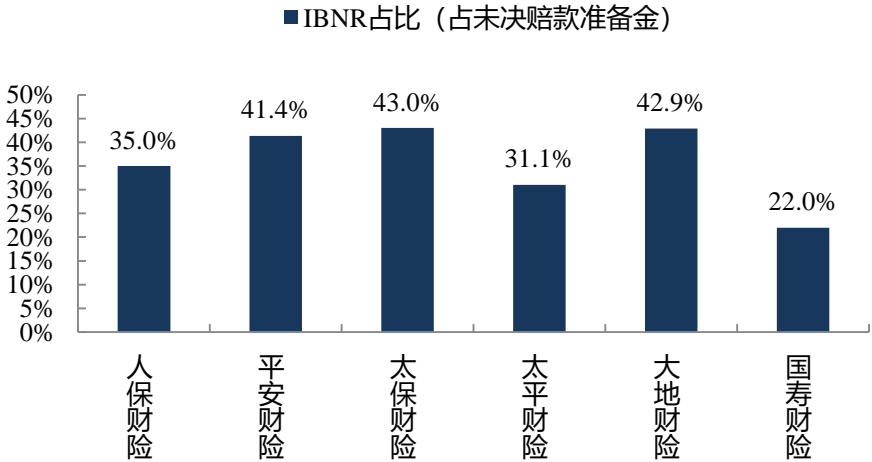
- **计算未决赔款准备金提转差占综合赔款的比重，该指标越低指向赔款案件处理效率提升，越高则指向精算假设更为谨慎**
 - 1Q24样本财险公司未决赔款准备金提转差占综合赔付比例由高至低为太保财险（12.4%）、太平财险（10.1%）、大地财险（9.7%）、平安财险（5.3%）、国寿财险（5.1%）和人保财险（2.0%）。
- **计算IBNR占未决赔款准备金比重，该指标越高指向准备金提取更为充分且谨慎**
 - 1Q24样本财险公司IBNR占比由高至低为太保财险（43.0%）、大地财险（42.9%）、平安财险（41.4%）、人保财险（35.0%）、太平财险（31.1%）和国寿财险（22.0%）。

图：1Q24未决赔款提转差占综合赔付比率



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：1Q24样本财险公司IBNR占未决赔款准备金比重



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

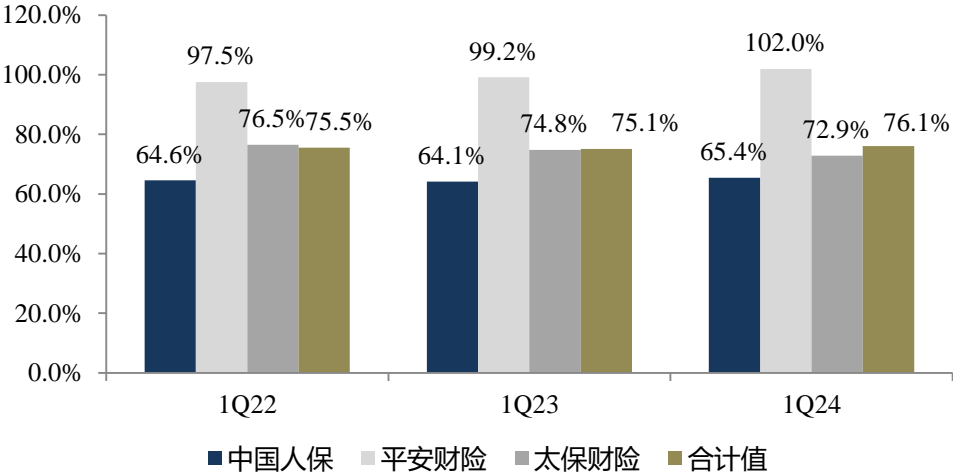
3.5.新旧会计准则对比-保险服务收入VS原保费收入

- 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%。
- 1Q23上市险企合计实现原保费收入（老准则口径）3155.44亿元，同比增长4.4%，新准则下1Q24实现保险服务收入确认比例（保险服务收入/原保费收入）76.1%。
- 平安财险新准则财险保险服务收入确认比例最高为102.0%，主要系公司社保业务相对较小。
- 中国人保1Q24实现财险保险服务收入同比增长5.9%，增速领跑上市同业。
- 太保财险1Q24实现财险原保费收入同比增长8.6%，增速领跑上市同业。

新准则财险保险服务收入对比及增速（单位：百万元）

老准则-财险保费收入	1Q23	1Q24	同比
中国人保	167,641	173,977	3.8%
平安财险	76,958	79,076	2.8%
太保财险	57,543	62,491	8.6%
合计值	302,142	315,544	4.4%
新准则-财险保险服务收入	1Q23	1Q24	同比
中国人保	107,520	113,843	5.9%
平安财险	76,312	80,627	5.7%
太保财险	43,038	45,556	5.9%
合计值	226,870	240,026	5.8%
财险保险服务收入确认比例	1Q23	1Q24	同比
中国人保	64.1%	65.4%	1.3pct.
平安财险	99.2%	102.0%	2.8pct.
太保财险	74.8%	72.9%	-1.9pct.
合计值	75.1%	76.1%	1pct.

新准则财险保险服务收入确认比例



3.6.新旧会计准则对比-综合成本率对比

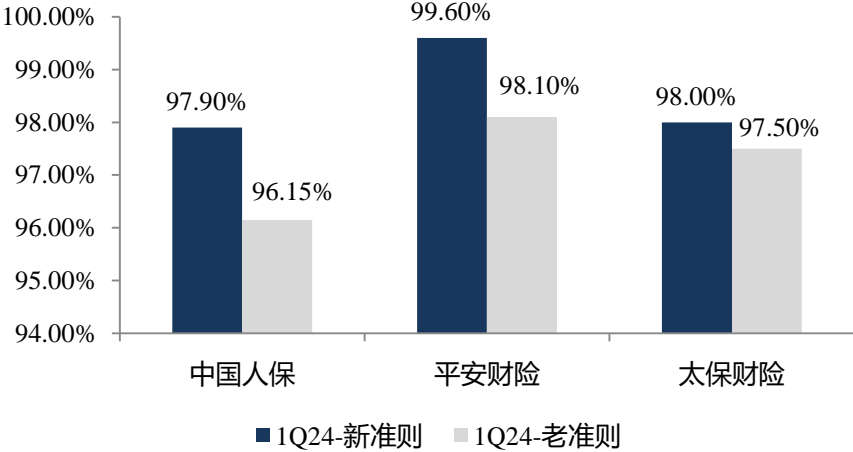
➤ 1Q24实现新准则下承保利润36.24亿元同比大幅下降39%，而老准则下综合成本率保持相对稳定

- 中国人保新准则下1Q24综合成本率逆市提升2.2pct.，公司公告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，我们预计与公司保险服务收入增速快于同业，缓解费用分摊压力有关。
- 新准则下递延费用口径增加 (包括了手续费、市场费用等)，成本与收入匹配度增加，类似过去已赚保费在全年维度内摊销确认，费用从过去实际支出确认 (收付实现制) 改为全年根据收入确认摊销 (权责发生制)。新旧准则差异下，使得实际签单费用改善并未完全体现在当期承保利润中。

新准则承保利润同比

承保综合成本率	1Q23	1Q24	同比
中国人保	95.7%	97.9%	2.2pct.
平安财险	98.7%	99.6%	0.9pct.
太保财险	98.4%	98.0%	-0.4pct.
合计值	97.2%	98.5%	1.3pct.
承保综合利润 (百万元)	1Q23	1Q24	同比
中国人保	4,622	2,351	-49.1%
平安财险	992	323	-67.5%
太保财险	689	911	32.3%
合计值	5,944	3,624	-39.0%
新准则-净利润 (百万元)	1Q23	1Q24	同比
中国人保	9,508	5,871	-38.3%
平安财险	4,544	3,892	-14.3%
太保财险	2,000	1,933	-3.4%
合计值	16,052	11,696	-27.1%

新旧会计准则下综合成本率对比



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所；新旧保险合同会计准则差异详见附录部分

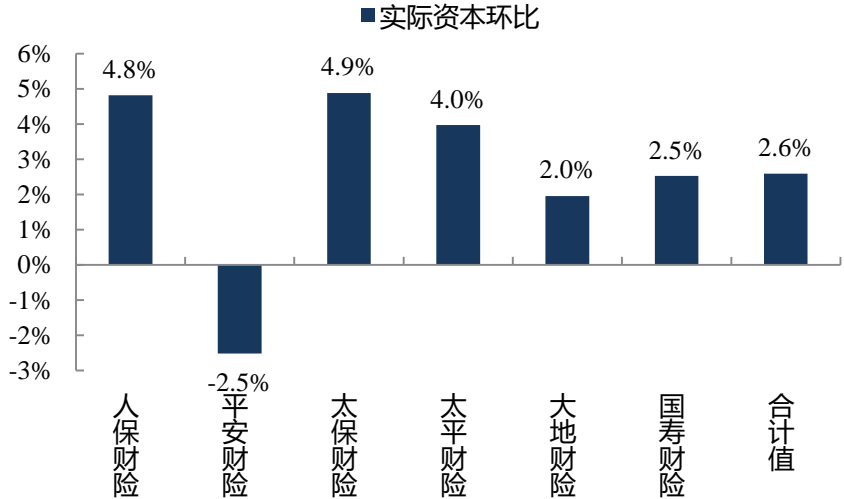
4.实际资本分析

4.1.实际资本分析

➤ 1Q24合计6家样本财险期末实际资本为4986亿元，较上季度末环比增加2.6%，核心资本较上季末环比增加5.3%至4,335亿元

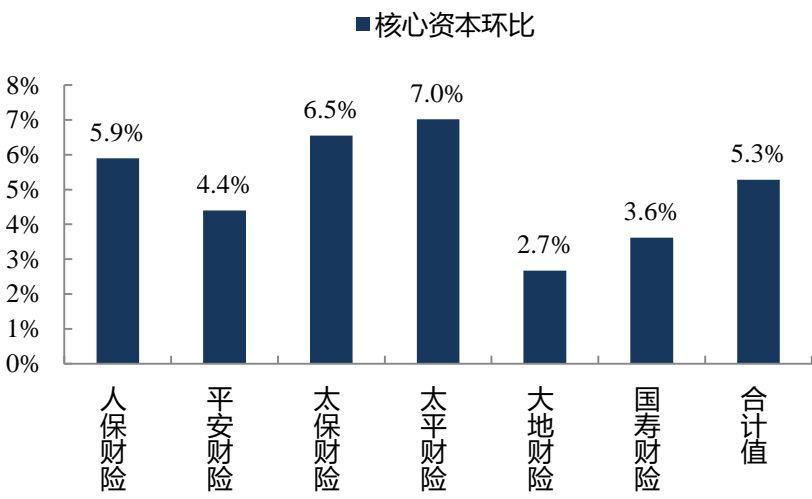
- 实际资本1Q24较4Q23末环比增速由高至低为太保财险（4.9%）、人保财险（4.8%）、太平财险（4.0%）、国寿财险（2.5%）、大地财险（2.0%）和平安财险（-2.5%）。
- 核心资本1Q24较4Q23末环比增速由高至低为太平财险（7.0%）、太保财险（6.5%）、人保财险（5.9%）、平安财险（4.4%）、国寿财险（3.6%）和大地财险（2.7%）。

图：1Q24末样本财险公司实际资本环比变化



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：1Q24末样本财险公司核心资本环比变化

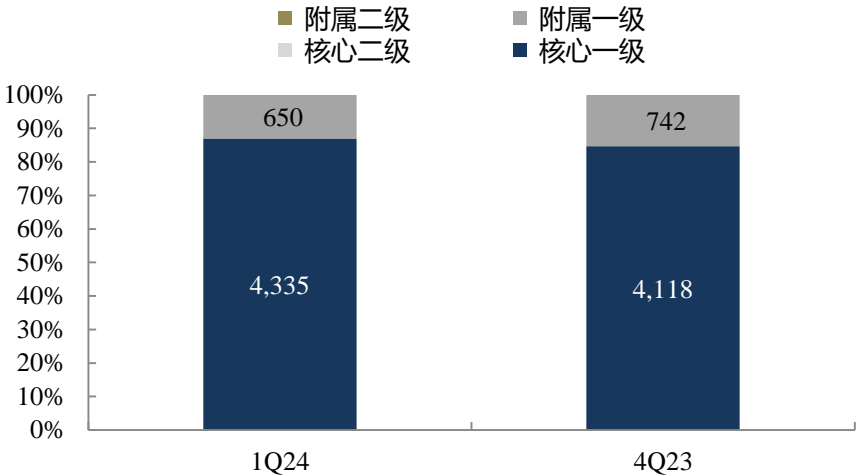


数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

4.2. 夯实实际资本是二期工程的核心目标

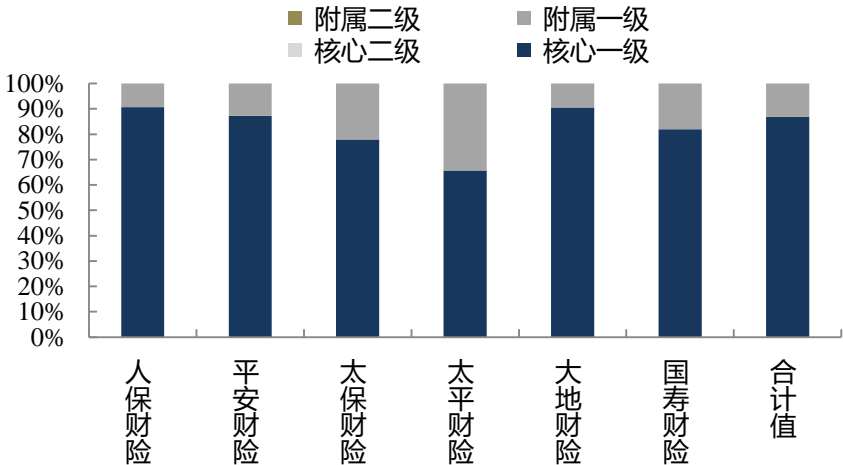
- 偿二代二期工程下，实际资本修订补充了资本分级的特性及标准，根据资本吸收损失的性质和能力区分了核心资本和附属资本
 - 二期工程夯实实际资本基础：1.对各级资本增加外生性要求。2.完善长期股权投资的认可标准，对长期股权投资及时进行减值测试，足额计提资产减值。3.完善投资性房地产的认可标准。
 - 二期工程下1Q24样本财险公司核心一级资本和附属一级资本在资本中占比分别86.96%和13.04%（4Q23末为84.73%和15.27%）。

图：1Q24末样本财险公司资本分级情况（单位：亿元）



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：1Q24末样本财险公司资本分级情况



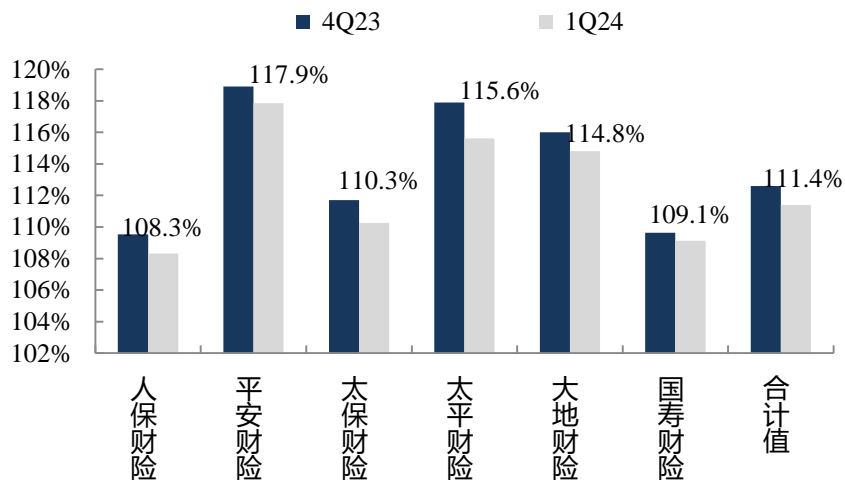
数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

4.3.净资产重要性提升

➤ 为了体现二期工程对净资产重要性提升，我们对比了样本财险公司净资产/核心资本和净资产/实际资本比值

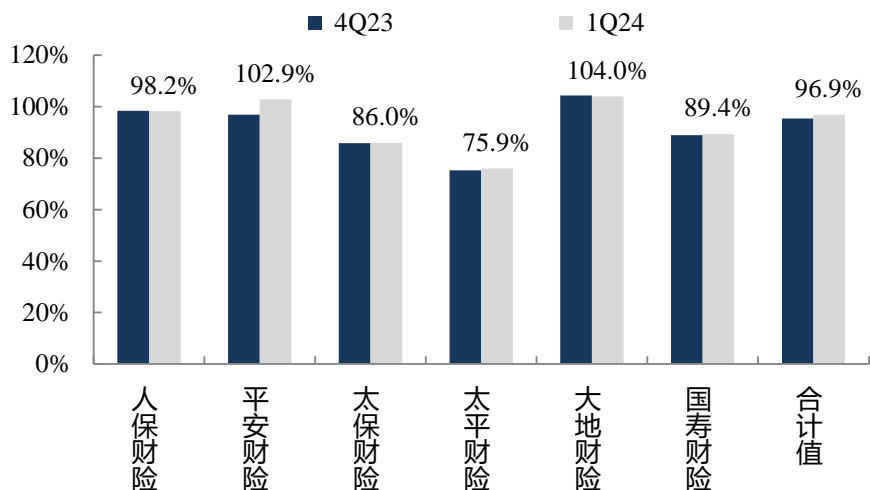
- 1Q24样本财险公司净资产/实际资本由高至低为大地财险（104.0%）、平安财险（102.9%）、人保财险（98.2%）、国寿财险（89.4%）、太保财险（86.0%）和太平财险（75.9%）。
- 1Q24样本财险公司净资产/核心资本由高至低为平安财险（117.9%）、太平财险（115.6%）、大地财险（114.8%）、太保财险（110.3%）、国寿财险（109.1%）和人保财险（108.3%）。

图：1Q24样本财险公司净资产/核心资本对比



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：1Q24样本财险公司净资产/实际资本对比



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

5.最低资本分析

➤ 相当业务规模和实际资本规模下，最低资本越低表明资本消耗和占用越小

➤ 1Q24末样本公司合计量化风险最低资本环比上升4.1%至2278亿元

- 量化风险最低资本1Q24较4Q23末环比增速由高至低为人保财险（6.8%）、太平财险（3.1%）、太保财险（2.7%）、国寿财险（2.0%）、平安财险（1.8%）和大地财险（-0.9%）。

表：1Q24样本财险公司最低资本表

最低资本1Q24环比4Q23	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险	合计值
量化风险最低资本	6.8%	1.8%	2.7%	3.1%	-0.9%	2.0%	4.1%
其中：非寿险业务保险风险最低资本	1.0%	0.9%	1.5%	4.4%	-3.4%	-0.5%	0.8%
其中：市场风险最低资本	15.3%	4.2%	5.6%	0.9%	-3.3%	0.9%	9.4%
其中：信用风险最低资本	0.5%	-0.8%	4.4%	2.1%	11.5%	12.5%	2.5%
其中：量化风险分散效应	5.6%	1.8%	4.0%	2.3%	1.1%	4.2%	4.0%
控制风险最低资本	6.8%	1.8%	2.7%	-158.3%	-1.0%	2.0%	3.1%
最低资本合计	6.8%	1.8%	2.7%	2.6%	-0.9%	2.0%	4.1%
最低资本构成占比	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险	合计值
量化风险最低资本	99.8%	102.1%	101.6%	100.2%	99.7%	100.6%	100.7%
其中：非寿险业务保险风险最低资本	59.6%	73.2%	76.2%	77.2%	72.9%	77.5%	67.7%
其中：市场风险最低资本	61.2%	51.8%	33.0%	42.4%	45.9%	40.3%	52.3%
其中：信用风险最低资本	25.4%	22.5%	37.2%	33.9%	35.7%	36.4%	27.6%
其中：量化风险分散效应	46.4%	45.4%	45.0%	48.1%	49.4%	48.3%	46.2%
控制风险最低资本	0.2%	-2.1%	-1.6%	-0.2%	0.3%	-0.6%	-0.7%
最低资本合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

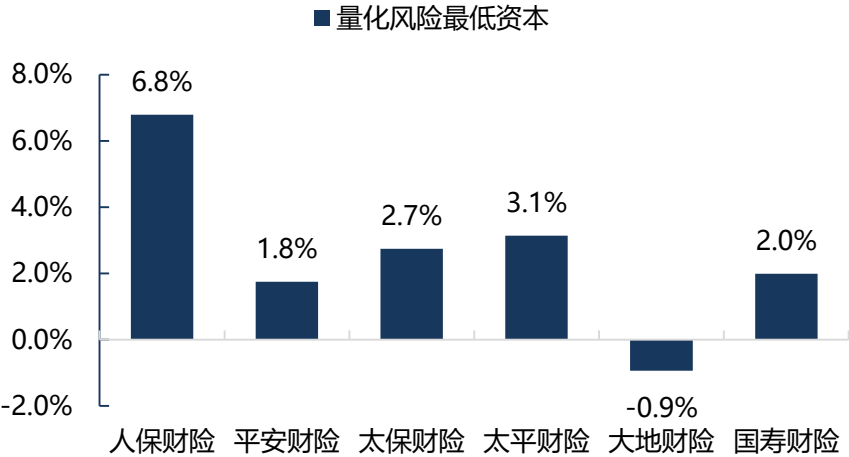
数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

5.1.最低资本的风险构成分析

➤ 财险公司最低资本主要由非寿险业务保险风险、市场风险和信用风险三部分构成

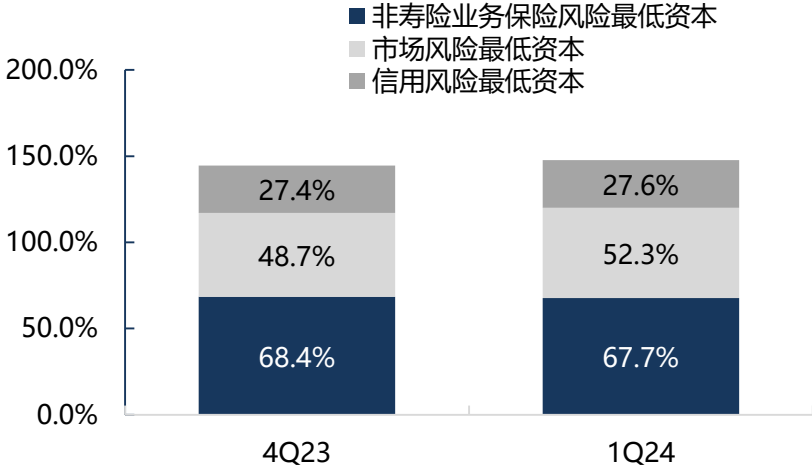
- 样本财险公司1Q24末非寿险业务保险风险、市场风险和信用风险最低资本占比分别为67.7%、52.3%和27.6%（4Q23末为68.4%、48.7%和27.4%）。
- 1Q24样本财险公司中，国寿财险期末非寿险业务保险风险最低资本占比最高，人保财险期末非寿险业务保险风险最低资本占比最低。人保财险披露1Q24保险风险最低资本较上季度末增加，主要是因为财产险净自留有效总保险金额上升，巨灾风险最低资本增加。

图：1Q24末样本财险公司最低资本环比变化



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：样本财险公司最低资本风险构成



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

5.2. 保险风险最低资本环比上升

➤ 1Q24样本财险公司保费及准备金风险最低资本仍是保险风险最低资本核心消耗来源

- 保费及准备金风险最低资本环比增速（1Q24环比4Q23）由高至低为太平财险（3.6%）、太保财险（2.9%）、平安财险（-0.4%）、国寿财险（-1.7%）、人保财险（-2.2%）和大地财险（-3.9%）。
- 1Q24样本财险公司期末保费及准备金风险最低资本由高至低为大地财险（96.7%）、国寿财险（90.3%）、平安财险（88.9%）、人保财险（88.5%）、太保财险（86.8%）和太平财险（83.5%）。

表：1Q24样本财险公司非寿险业务保险风险最低资本构成

非寿险业务保险风险最低资本1Q24环比4Q23	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险	合计值
其中：非寿险业务保险风险最低资本	1.0%	0.9%	1.5%	4.4%	-3.4%	-0.5%	0.8%
其中：保费及准备金风险最低资本	-2.2%	-0.4%	2.9%	3.6%	-3.9%	-1.7%	0.1%
其中：巨灾风险最低资本	25.4%	8.9%	-4.2%	7.3%	11.4%	9.2%	4.9%
其中减少：风险分散效应	19.8%	7.1%	-2.6%	6.3%	10.3%	7.2%	4.3%
非寿险业务保险风险最低资本构成占比	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险	合计值
其中：非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%
其中：保费及准备金风险最低资本	88.5%	88.9%	86.8%	83.5%	96.7%	90.3%	88.7%
其中：巨灾风险最低资本	29.5%	28.7%	32.5%	37.9%	10.9%	25.9%	28.8%
其中减少：风险分散效应	18.0%	17.6%	19.3%	21.5%	7.6%	16.2%	17.6%

数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

5.2.1.非寿险保费风险最低资本环比上升

- 车险保费风险最低资本贡献占比最高，但增速环比回落，但非车险业务环比增速更快主要系信用保证保险和短健险拉动

表：1Q24样本财险公司保险风险最低资本构成

保费风险最低资本构成	人保财险	平安财险	太保财险	大地财险	国寿财险	合计值
车险	38.2%	59.7%	40.5%	43.0%	44.2%	45.1%
财产险	13.0%	10.8%	16.9%	8.9%	9.9%	12.5%
船货特险	1.7%	2.2%	2.5%	6.5%	3.1%	2.3%
责任险	8.7%	11.5%	13.7%	12.9%	13.5%	10.8%
农业险	18.2%	5.8%	15.0%	6.8%	16.7%	13.8%
信用保证险	4.5%	0.3%	1.3%	1.1%	5.3%	2.8%
短意险	1.5%	3.3%	1.6%	7.9%	4.2%	2.5%
短健险	14.3%	4.3%	8.5%	12.9%	3.1%	9.6%
其他险	0.0%	2.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.6%
保费风险最低资本 (1Q24环比4Q23)	人保财险	平安财险	太保财险	大地财险	国寿财险	合计值
车险	-9.6%	-3.4%	0.5%	1.1%	-12.4%	-6.0%
财产险	7.2%	-2.3%	-0.1%	6.3%	1.5%	2.9%
船货特险	5.4%	1.3%	3.0%	-1.2%	13.0%	4.0%
责任险	1.9%	-0.5%	4.5%	-4.3%	21.8%	3.4%
农业险	0.3%	13.1%	4.1%	3.4%	7.1%	3.1%
信用保证险	726.2%	-8.2%	8.2%	-4.4%	7.1%	172.9%
短意险	-0.8%	7.0%	0.5%	-0.3%	2.2%	2.5%
短健险	4.1%	17.2%	14.3%	15.7%	17.8%	7.8%
其他险	—	5.9%	17.8%	—	8.8%	6.1%

数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

5.2.2.非寿险准备金风险最低资本环比上升

➤ 车险准备金风险最低资本贡献占比最高，但非车险业务环比增速更快主要系其他险和责任险拉动

表：1Q24样本财险公司准备金风险最低资本构成

准备金风险最低资本构成	人保财险	平安财险	太保财险	大地财险	国寿财险	合计值
车险准备金风险最低资本占比	31.1%	39.4%	26.0%	27.0%	35.7%	32.8%
财产险	14.4%	15.1%	21.3%	14.2%	14.5%	15.6%
船货特险	9.4%	7.1%	9.1%	10.5%	4.2%	8.3%
责任险	20.6%	22.6%	18.7%	22.9%	24.8%	21.3%
农业险准备金风险最低资本占比	4.5%	3.1%	4.6%	2.2%	2.8%	3.9%
信用保证险	0.0%	0.6%	2.1%	1.0%	9.5%	1.4%
短意险	3.5%	6.7%	3.8%	9.9%	4.6%	4.8%
短健险	16.5%	5.1%	14.2%	12.3%	3.9%	11.8%
其他险	0.0%	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%
准备金风险最低资本 (4Q23环比3Q23)	人保财险	平安财险	太保财险	大地财险	国寿财险	合计值
车险准备金风险最低资本环比增速 (右轴)	1.3%	0.5%	1.8%	3.5%	3.1%	1.3%
财产险	0.7%	9.0%	11.3%	3.8%	4.7%	5.3%
船货特险	0.0%	7.2%	7.3%	7.9%	6.3%	3.4%
责任险	4.8%	4.0%	11.0%	4.7%	15.8%	6.4%
农业险准备金风险最低资本环比增速	10.3%	4.1%	6.3%	0.5%	-19.4%	5.4%
信用保证险	-100.0%	8.2%	-1.0%	-11.9%	—	-23.2%
短意险	1.8%	-1.9%	3.0%	4.5%	2.0%	0.8%
短健险	-0.5%	18.3%	13.5%	3.5%	4.1%	4.1%
其他险	—	30.4%	-5.0%	—	-69.6%	21.3%

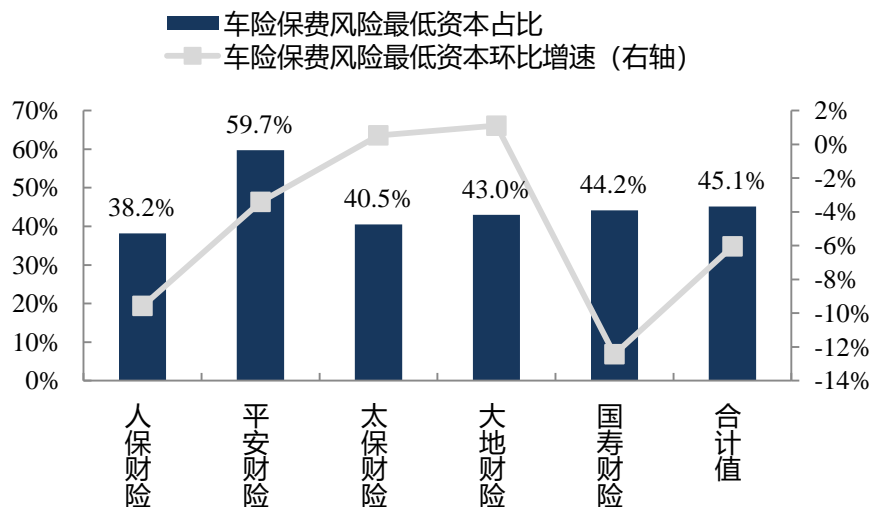
数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

5.2.3.车险:大地保费及准备金风险最低资本增长快于同业

► 大地财险保费和准备金风险最低资本增长较为明显

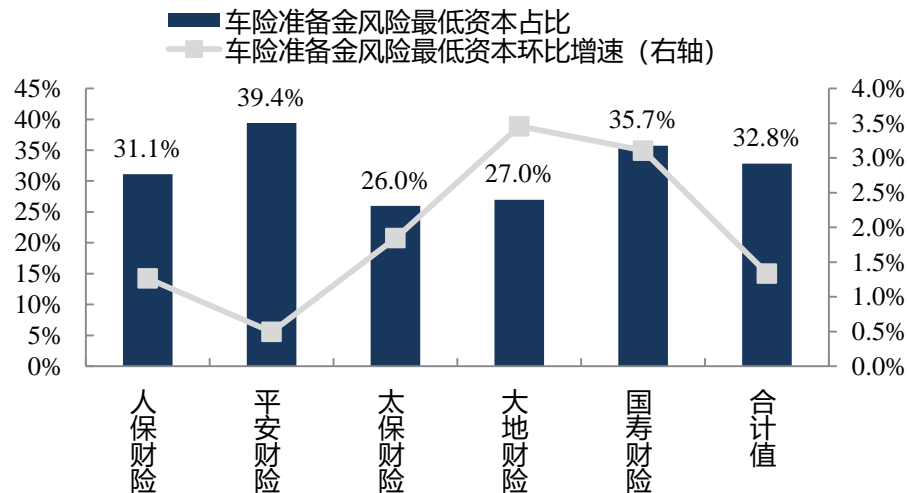
- 车险保费风险最低资本环比增速（1Q24环比4Q23）由高至低分别为：大地财险（1.1%）、太保财险（0.5%）、平安财险（-3.4%）、人保财险（-9.6%）和国寿财险（-12.40%）。
- 车险准备金风险最低资本环比增速（1Q24环比4Q23）由高至低分别为：大地财险（3.5%）、国寿财险（3.1%）、太保财险（1.8%）、人保财险（1.3%）和平安财险（0.5%）。

图：1Q24样本财险公司车险保险风险最低资本占比及环比4Q23变化



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：1Q24样本财险公司车险准备金风险最低资本占比及环比4Q23变化



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

5.3. 市场风险最低资本环比上升

► 1Q24样本财险公司市场风险最低资本环比4Q23上升9.4%

- 人保财险披露市场风险最低资本上升主要是由于权益价格风险最低资本增加和利率风险最低资本增加共同作用导致，其中，利率风险最低资本增加主要是1Q24增持国债和地方政府债影响。大地保险披露1Q24市场风险最低资本环比下降1.4亿元，主要是权益价格风险暴露等下降，其对应最低资本有所下降。

表：1Q24样本财险公司市场风险最低资本表

市场风险最低资本1Q24环比4Q23	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险	合计值
最低资本	6.8%	1.8%	2.7%	2.6%	-0.9%	2.0%	4.1%
其中：市场风险最低资本	15.3%	4.2%	5.6%	0.9%	-3.3%	0.9%	9.4%
其中：利率风险最低资本	5.0%	-2.7%	6.0%	18.6%	10.9%	-8.4%	0.3%
其中：权益价格风险最低资本	16.2%	3.7%	4.7%	-9.9%	-2.2%	1.9%	2.4%
其中：房地产价格风险最低资本	2.9%	3.8%	-1.2%	0.1%	-0.9%	13.9%	3.1%
其中：境外固定收益类资产价格风险最低资本	-0.4%	-43.6%	-19.5%		-0.2%		-16.5%
其中：境外权益类资产价格风险最低资本	11.1%	18.2%	6.8%	40.7%	-24.5%	1.3%	12.7%
其中：汇率风险最低资本	13.4%	8.8%	6.9%	12.3%	-14.3%	2.3%	5.5%
其中：市场风险-风险分散效应	7.0%	3.2%	5.1%	12.9%	-0.7%	-4.2%	3.0%
市场风险最低资本构成占比	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险	合计值
其中：市场风险最低资本	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其中：利率风险最低资本	30.9%	56.0%	81.5%	53.8%	51.7%	37.2%	43.3%
其中：权益价格风险最低资本	95.8%	72.4%	58.6%	71.6%	81.8%	92.1%	85.3%
其中：房地产价格风险最低资本	2.2%	4.1%	3.7%	16.7%	5.2%	3.9%	3.3%
其中：境外固定收益类资产价格风险最低资本	0.1%	0.1%	0.6%	0.0%	1.8%	0.0%	0.2%
其中：境外权益类资产价格风险最低资本	6.6%	30.8%	21.7%	28.8%	19.0%	10.3%	15.4%
其中：汇率风险最低资本	0.9%	4.3%	4.7%	1.6%	4.9%	1.6%	2.3%
其中：市场风险-风险分散效应	36.4%	67.6%	70.8%	72.4%	64.3%	45.2%	49.8%

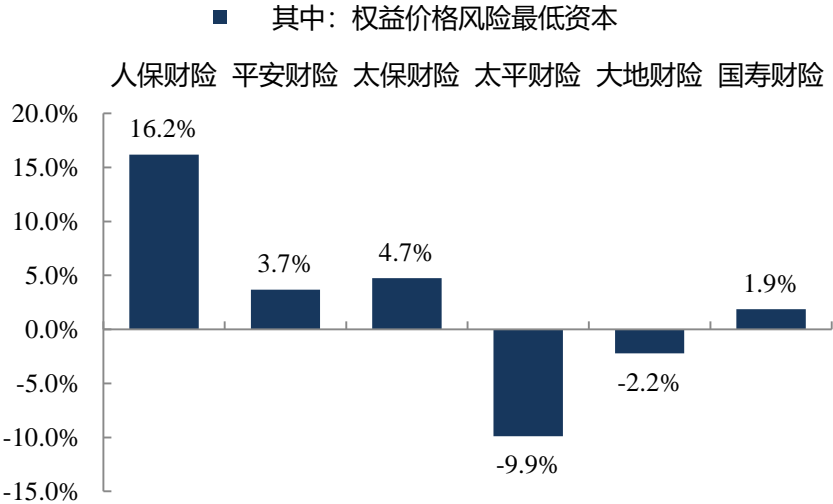
数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

5.3.1. 权益价格风险最低资本环比表现分化

➤ 权益价格风险最低资本变化与持仓规模、持仓类型、标的报告期内涨跌幅情况决定，《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》降低权益市场风险因子

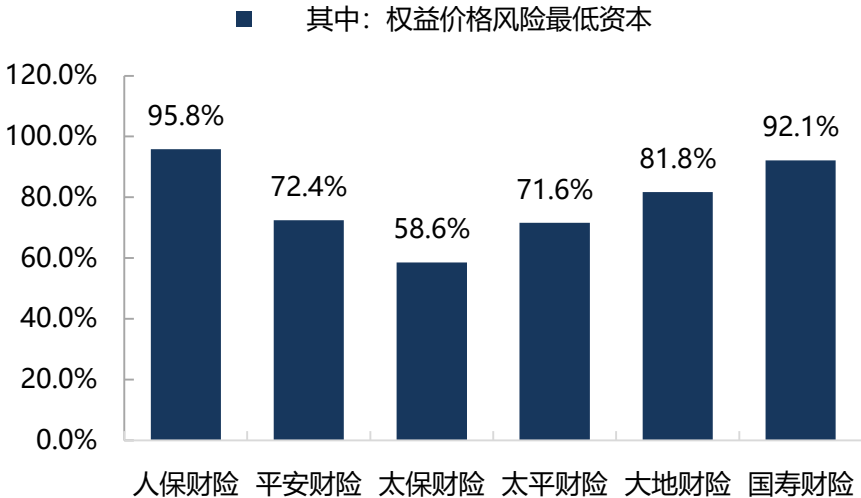
- 权益价格风险最低资本环比增速（1Q24环比4Q23）由高至低为人保财险（16.2%）、太保财险（4.7%）、平安财险（3.7%）、国寿财险（1.9%）、大地财险（-2.2%）和太平财险（-9.9%）。
- 1Q24期末权益价格风险最低资本在市场风险最低资本中的占比由高至低为人保财险（95.8%）、国寿财险（92.1%）、大地财险（81.8%）、平安财险（72.4%）、太平财险（71.6%）和太保财险（58.6%）。

图：1Q24样本财险公司权益价格风险最低资本环比



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：1Q24样本财险公司权益价格最低资本占比



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

5.4.信用风险最低资本环比上升

➤ 交易对手违约风险最低资本环比增长，1Q24样本财险公司交易对手违约风险最低占比近九成

- 国寿财险披露1Q24信用风险最低资本上升的主要原因是应收款项余额环比增长20.48亿元，同时其他应收款2024年适用更高过渡期因子，导致信用风险最低资本上升。
- 大地财险披露1Q24信用风险最低资本上升主要是个别资产风险因子上升，其对应最低资本有所上升。

表：1Q24样本财险公司信用风险最低资本表

信用风险最低资本1Q24环比4Q23	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险	合计值
其中：信用风险最低资本	0.5%	-0.8%	4.4%	2.1%	11.5%	12.5%	2.5%
其中：利差风险最低资本	-6.6%	-42.9%	7.1%	9.5%	3.2%	-9.7%	-5.7%
其中：交易对手违约风险最低资本	1.6%	-0.3%	4.3%	1.6%	13.3%	16.0%	4.6%
其中减少：信用风险-风险分散效应	-5.1%	-42.3%	6.9%	8.7%	5.4%	-5.6%	-4.4%
信用风险最低资本构成占比	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险	合计值
其中：信用风险最低资本	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其中：利差风险最低资本	26.4%	2.4%	11.5%	15.7%	30.9%	22.8%	18.0%
其中：交易对手违约风险最低资本	90.1%	99.4%	96.5%	94.9%	87.7%	91.8%	93.5%
其中减少：信用风险-风险分散效应	16.5%	1.7%	8.0%	10.6%	18.6%	14.6%	11.5%

数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

6.资本经营效率分析

6.1.财险公司ROE杠杆分析

➤ 根据我们建立的【东吴证券-中国财险ROE研究框架体系】，我们计算了承保杠杆和投资杠杆以表征杠杆运用效率

- ROE={ (1-综合赔付率-综合费用率) *已赚保费杠杆+平均投资收益率*平均投资杠杆+其他} * (1-实际税率)。

图：东吴证券-中国财险ROE研究框架体系

$$\begin{aligned} \frac{\text{归母净利润}}{\text{平均归母净资产}} &= \frac{[\text{承保利润} + \text{投资收益}] \times (1-\text{实际税率})}{\text{平均归母净资产}} \\ &= \left[\frac{(\text{1-综合成本率}) * \text{已赚保费} + \text{平均投资收益率} * \text{平均投资资产}}{\text{平均归母净资产}} \right] \times (1-\text{实际税率}) \\ &= \left[(\text{1-综合赔付率-综合费用率}) * \text{承保杠杆} + \text{平均投资收益率} * \text{投资杠杆} \right] \times (1-\text{实际税率}) \end{aligned}$$

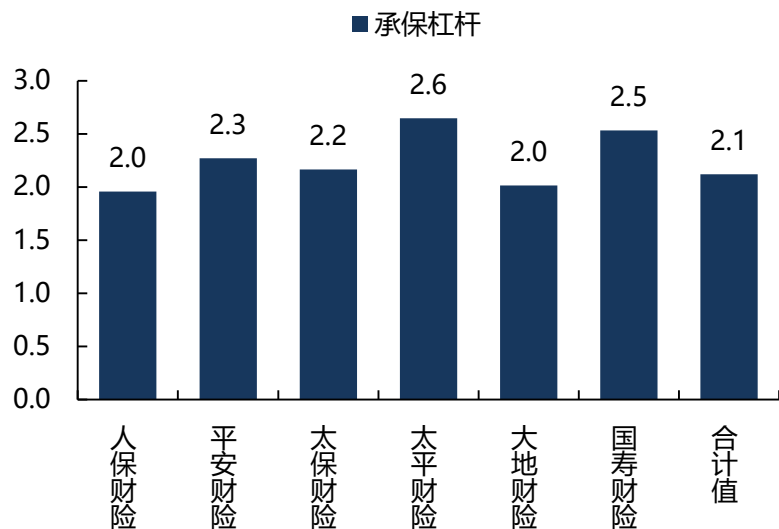
数据来源：东吴证券研究所整理

6.1.财险公司ROE杠杆分析

➤ 由于数据可得性，我们分别估算了承保杠杆和投资杠杆。1Q24样本财险公司两项指标平均值分别为2.1倍和3.7倍

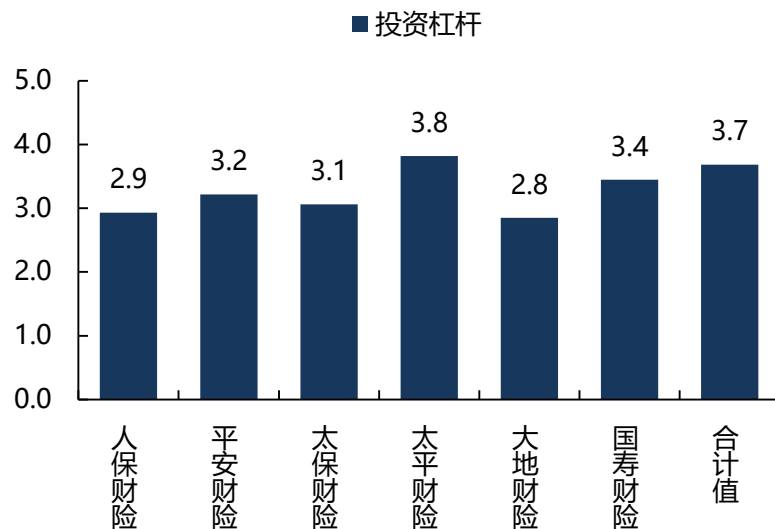
- 1Q24样本财险公司承保杠杆（保险合同负债/期末净资产）由低至高为人保财险（2）、大地财险（2）、太保财险（2.2）、平安财险（2.3）、国寿财险（2.5）和太平财险（2.6）。
- 1Q24样本财险公司投资杠杆（调整后的投资资产/期末净资产）由低至高为大地财险（2.8）、人保财险（2.9）、太保财险（3.1）、平安财险（3.2）、国寿财险（3.4）和太平财险（3.8）。

图：1Q24样本财险公司承保杠杆



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：1Q24样本财险公司投资杠杆

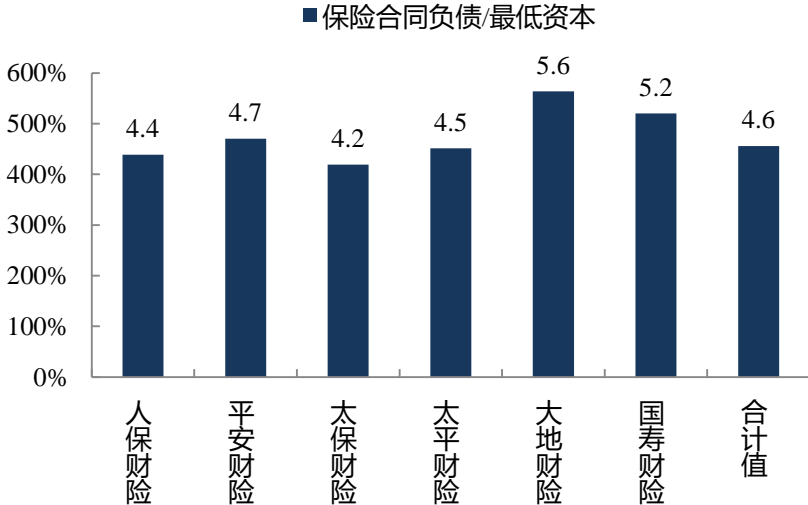


数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

6.2. 资本运用效率与潜在分红能力

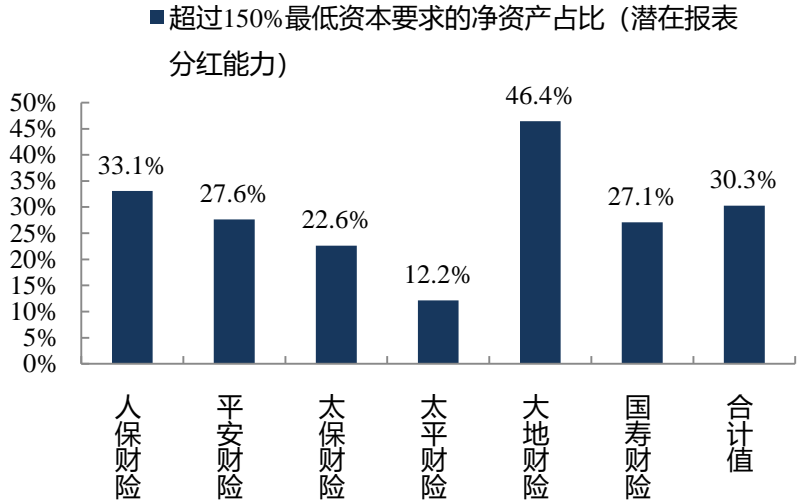
- 为了更好分析资本经营的效率，我们使用逐季披露的“保险合同负债/最低资本”以表征资本运用效率，该比值越高表明财险公司单位资本消耗越低，资本经营效率更高
 - 1Q24样本财险公司保险合同负债/最低资本由高至低为大地财险（5.6）、国寿财险（5.2）、平安财险（4.7）、太平财险（4.5）、人保财险（4.4）和太保财险（4.2）。
- 我们创新地计算了报表潜在分红能力指标，以每单位净资产最大可供分配金额。该指标分子为“期末净资产-150%*期末最低资本要求”，分母为期末净资产
 - 1Q24样本财险公司潜在报表分红能力由高至低为大地财险（46.4%）、人保财险（33.1%）、平安财险（27.6%）、国寿财险（27.1%）、太保财险（22.6%）和太平财险（12.2%）。

图：1Q24样本财险公司资本运用效率



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：1Q24样本财险公司报表潜在分红能力对比



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

7.主要结论、投资建议与风险提示

7.1.主要结论

- 标准化得分由高至低为人保财险 (5.4)、太保财险 (5.2)、国寿财险 (4.2)、平安财险 (3.1)、大地财险 (3) 和太平财险 (2.7)

表1: 东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系下样本公司标准化得分 (财险篇, 评价时间: 1Q24)

指标名称	计算指标	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险
财务指标	保费收入同比增速 (+)	0.38	0.27	0.85	1.00	0.00	0.40
	ROE (+)	0.95	0.89	1.00	0.55	0.00	0.74
	综合投资收益率 (+)	0.81	0.00	1.00	0.84	0.28	0.26
承保效益	承保利润率 (+)	1.00	0.42	0.60	0.02	0.00	0.11
	综合费用率 (-)	0.00	-0.42	-0.34	-1.00	-0.62	-0.49
流动性风险指标	百元保费经营活动净现金流 (+)	0.64	0.44	0.81	0.00	0.69	1.00
业务结构	直销渠道签单保费贡献占比 (+)	1.00	0.00	0.78	0.63	0.92	0.26
	非车保费收入效率 (-)	-0.09	0.00	-0.68	-0.57	-1.00	-0.16
最低资本构成	保险风险最低资本占比 (+)	0.00	0.69	0.88	1.00	0.77	1.00
资本经营效率	保险合同负债/最低资本 (+)	0.13	0.35	0.00	0.22	1.00	0.70
	报表潜在分红能力 (+)	0.61	0.45	0.30	0.00	1.00	0.43
标准化得分		5.44	3.09	5.20	2.69	3.03	4.25

数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所, 注: 为统一得分, 通过最大最小规范化 $[(X-\min) / (\max-\min)]$, 将每一行属性的值映射至-1至1的区间

7.2.投资建议：利率底部上行，季报全面超预期

- **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。A股保险板块首推中国太保和中国平安，推荐新华保险、中国人寿和中国财险。**

7.3.上市险企估值表

上市险企估值表 (以2024年5月14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	42.31	81.10	83.19	85.15	117.98	中国平安	0.52	0.51	0.50	0.36
601628.SH	中国人寿	31.90	44.60	48.64	52.97	57.61	中国人寿	0.72	0.66	0.60	0.55
601601.SH	中国太保	27.70	55.04	58.65	63.01	67.15	中国太保	0.50	0.47	0.44	0.41
601336.SH	新华保险	32.63	80.29	88.47	97.14	106.58	新华保险	0.41	0.37	0.34	0.31

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	42.31	5.01	7.88	8.49	8.94	中国平安	8.45	5.37	4.98	4.73
601628.SH	中国人寿	31.90	0.75	1.11	1.36	1.50	中国人寿	42.71	28.67	23.46	21.30
601601.SH	中国太保	27.70	2.83	3.15	3.90	4.46	中国太保	9.78	8.78	7.09	6.21
601336.SH	新华保险	32.63	2.79	3.50	3.99	4.25	新华保险	11.69	9.32	8.17	7.69

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	42.31	49.18	52.50	56.96	63.79	中国平安	0.86	0.81	0.74	0.66
601628.SH	中国人寿	31.90	16.28	17.28	18.39	19.57	中国人寿	1.96	1.85	1.73	1.63
601601.SH	中国太保	27.70	25.94	28.14	30.96	34.04	中国太保	1.07	0.98	0.89	0.81
601336.SH	新华保险	32.63	33.68	36.59	39.81	43.15	新华保险	0.97	0.89	0.82	0.76

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	10.36	10.40	11.63	12.65	13.72	中国财险	0.92	0.83	0.76	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=0.9259元人民币汇率计算, 数据更新至2024年5月14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。

- **二期工程下偿付能力报告摘要中相关指标解读与实际经营结果与风险水平可能存在偏差。**
- **市场竞争加剧推升费用率水平，拖累整体承保业绩。**
 - 我国汽车行业进入促销政策切换期，多重因素叠加使汽车行业经济运行总体面临较大压力。由于经济活跃度大幅提升，加之赔付率较高的新能源车渗透率逐步加深，车险业务面临较大压力和不确定性。
 - 全球变暖趋势进一步加快，极端气候更加频繁，影响逐渐加强，对非车业务发展和盈利造成一定冲击。
- **股市波动导致投资收益下滑。**
 - 近年来权益市场波动加大，一定程度上拖累了投资收益对净利润的稳定贡献能力，使得净利润出现较大波动

整体影响有限

- 财险多为短期险业务并且采用PAA方法，受新准则影响较小。

收入类似已赚毛保费

- 新准则保险服务收入口径与旧准则再保前已赚毛保费类似。

折现和计息影响负债

- 折现和计息方式的变化影响保险合同负债的计提以及释放。

准备金假设基本一致

- 新准则下准备金假设与旧准则总体一致，但准备金计量方法存在差异。

综合成本率无重大变化

- 新准则下综合成本率计算口径与旧准则存在差异，但结果无重大变化。

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