

保险 II 行业点评报告

地产掣肘打开，利率底部明确，股市反弹催化，继续首推中国太保

2024年05月19日

增持（维持）

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

■ **事件**：2024年5月17日央行于中午先后发布4项地产松绑政策，下午陶玲副行长在国务院政策例行吹风会上答记者问。主要政策包括：下调首套及二套房贷最低首付比例、取消全国层面首套和二套房贷利率下限、下调公积金贷款利率并设立3,000亿保障性住房再贷款。我们认为地产掣肘打开，利率底部明确，继续首推中国太保。

■ 1) 从对估值角度出发：长端利率为胜负手，地产估值掣肘打开。我们此前反复强调，利率是本轮保险股反弹的胜负手。本次地产政策利好密集释放，进一步明确债券利率下行空间进入尾声，近期长端利率底部上行趋势有望延续。从中期维度来看，随着特别国债开始发行，债券供给进一步上升，长端利率易上难下，后需关注地产链是否出现企稳信号。值得注意的是，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。央行于1Q24货币政策执行报告中再次关注长债利率过快下行，提出“4月末，30年期国债到期收益率已回升至2.5%以上，债券市场供需关系边际改善”，以及“债券市场供求有望进一步趋于均衡，长期国债收益率与未来经济向好的态势将更加匹配”。同时，本次地产政策利好密集释放，地产对保险板块估值掣肘有望被打开。复盘来看，2H23以来银行股摆脱地产股拖累走出独立行情，但保险股重心仍在向下，核心掣肘仍来自利差损隐忧。

■ 2) 从对业绩角度出发：此次地产政策将有助于地产销售和投资降幅的收窄，但地产链业绩基本面的改善不会一蹴而就。保险公司资产质量有望得到改善预期，股市反弹催化将带动保险股低基数下业绩改善。根据我们的估算，A股上市险企2023年保险资金运用余额中涉房投资余额为4497.31亿元，占比约为2.9%，占比由高至低分别为中国平安(4.5%)、新华保险(4.1%)、中国太保(3.6%)、中国人保(1.9%)和中国人寿(1.3%)。值得注意的是，A股自4月25日起就已开始反映地产政策的变化，市场博弈4月末中央政治局会议可能出台地产放松政策。此后，地产行业领涨，家居建材、银行保险等地产链股票跟随上涨，沪深300指数创下年内反弹新高，在同期权益市场表现相对低迷的背景下，有望改善保险公司二级市场股票投资业绩的预期。

■ 本轮保险股反弹先由港股超跌反弹搭台，此后1Q24保险季报超预期和长端利率底部上行加速确认反弹演绎，本次地产反弹有望带动板块和公司估值进一步修复向上。2024年4月1日至2024年5月17日，H股保险板块反弹强劲，其中太保H(60.9%)领涨，得益于中国太保新准则下更稳健的利润表和更“干净”的资产负债表。从A股保险股成交量分布来看，受地产掣肘拖累较重的中国平安平均占比近年来中枢不断下移，4月以来中国平安A股反弹力度较弱系地产预期压制，我们预计中国平安不仅仅只是保险股龙头，我们认为中国平安作为综合金融龙头，有望重分受益于本轮地产松绑对估值和业绩的双击。

■ **投资建议**：地产掣肘打开，利率底部明确，继续首推中国太保。估值大于业绩影响，长端利率是胜负手核心。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。保险板块首推中国太保，其次推荐中国平安。

■ **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

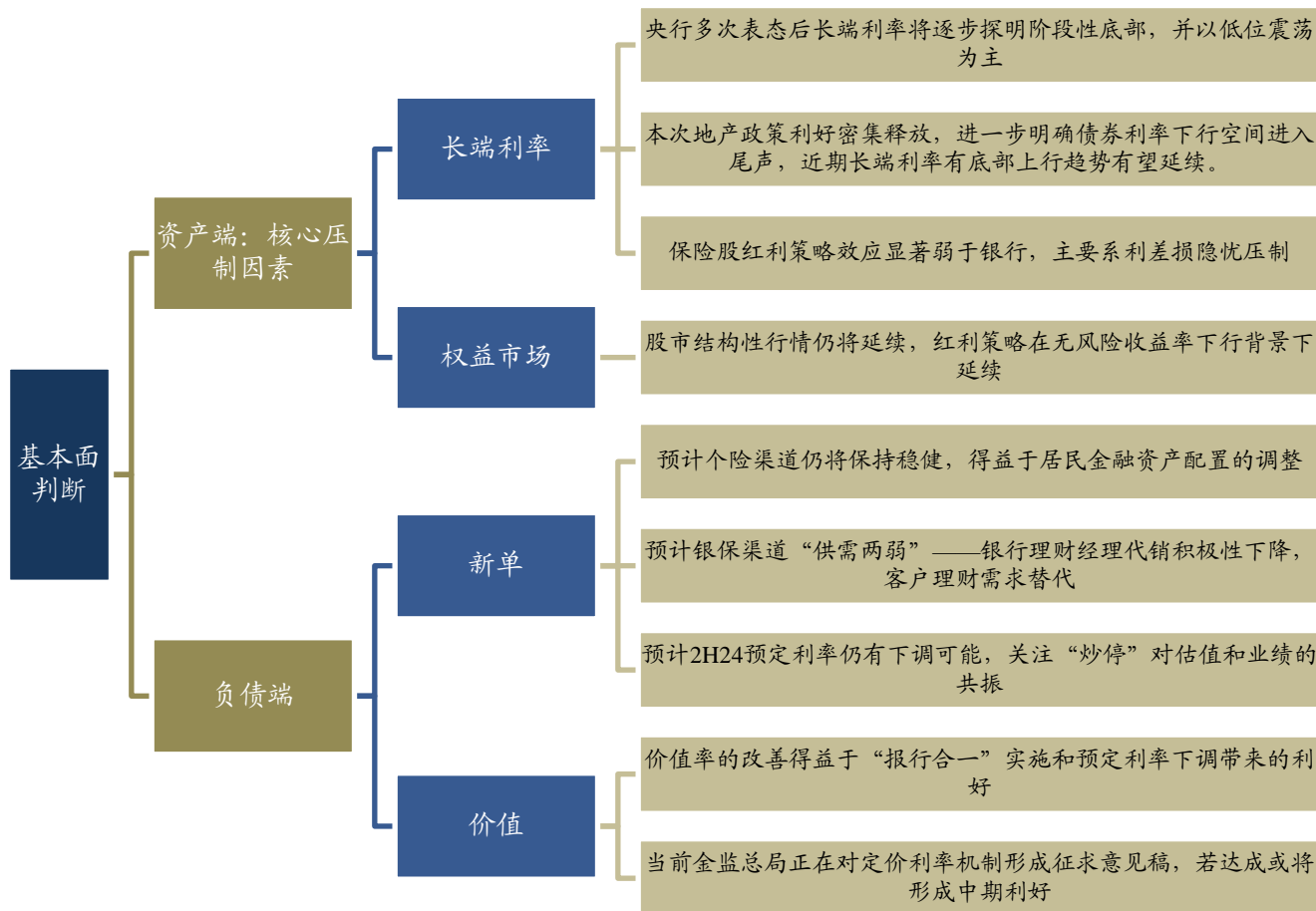
《投资收益率逆市改善，保单盈利能力仍待改善——从1Q24偿二代二期工程季报看头部寿险公司经营质效》

2024-05-17

《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》

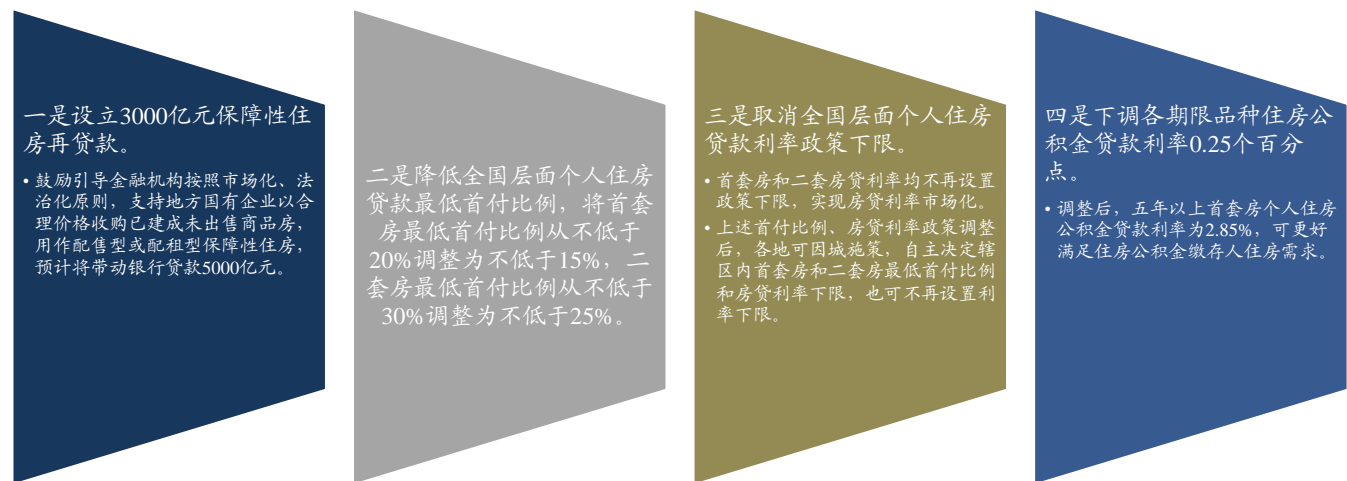
2024-05-15

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: 东吴证券研究所绘制

图2: 5·17 央行地产松绑新政一览



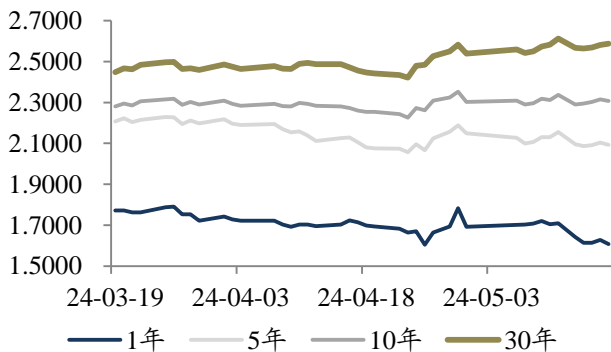
数据来源: 央行, 东吴证券研究所

表1: A股上市险企涉房投资余额及占比估算(截止2023年年末)

公司名称	项目	余额 (百万元)	占比	合计 占比	说明
中国人寿	非标投资	32,763	0.6%	1.3%	非标固收投资行业分布中涉及房地产行业部分 合并报表金额 子公司中主要有地产和物业投资等 万科A和招商蛇口
	投资性房地产	12,753	0.2%		
	长期股权投资	25,872	0.5%		
	其他股票	3,850	0.1%		
新华保险	非标投资	40,765	3.1%	4.1%	公司未披露非标明细,我们估计占比15% 合并报表金额 中国金茂及北京紫金世纪置业,其中中国金茂市值低于长股投账面价值 主要为万科A等其他
	投资性房地产	9,553	0.7%		
	长期股权投资	3,690	0.3%		
	其他股票	648	0.0%		
中国太保	非标投资	59,807	2.7%	3.6%	非公开市场融资工具项下不动产分类余额 合并报表金额 权益法计量的上海瑞永景房地产开发有限公司 主要为上海临港
	投资性房地产	10,667	0.5%		
	长期股权投资	9,785	0.4%		
	其他股票	1,351	0.1%		
中国平安	非标投资	35,292	0.7%	4.5%	不动产行业\占比 合并报表金额 主要包括中国金茂、华夏幸福置业、上海怡滨置业等公司 不动产投资规模中地产敞口
	投资性房地产	143,755	3.0%		
	长期股权投资	23,057	0.5%		
	其他股票	8,772	0.2%		
中国人保	非标投资	6,464	0.5%	1.9%	公司未披露非标明细,我们估计占比是50% 合并报表金额 人保投控(实业、房地产投资,资产经营和管理,物业管理)
	投资性房地产	15,791	1.1%		
	长期股权投资	5,097	0.4%		
<b>A股上市险企合计</b>		<b>449,731</b>		<b>2.9%</b>	

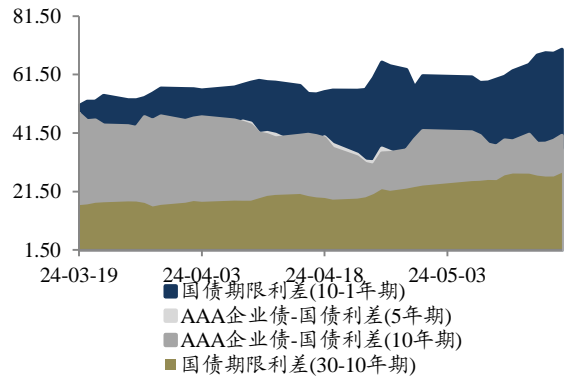
数据来源:公司公告, Wind, 东吴证券研究所

图3: 近期长端利率有底部上行迹象(单位: %)



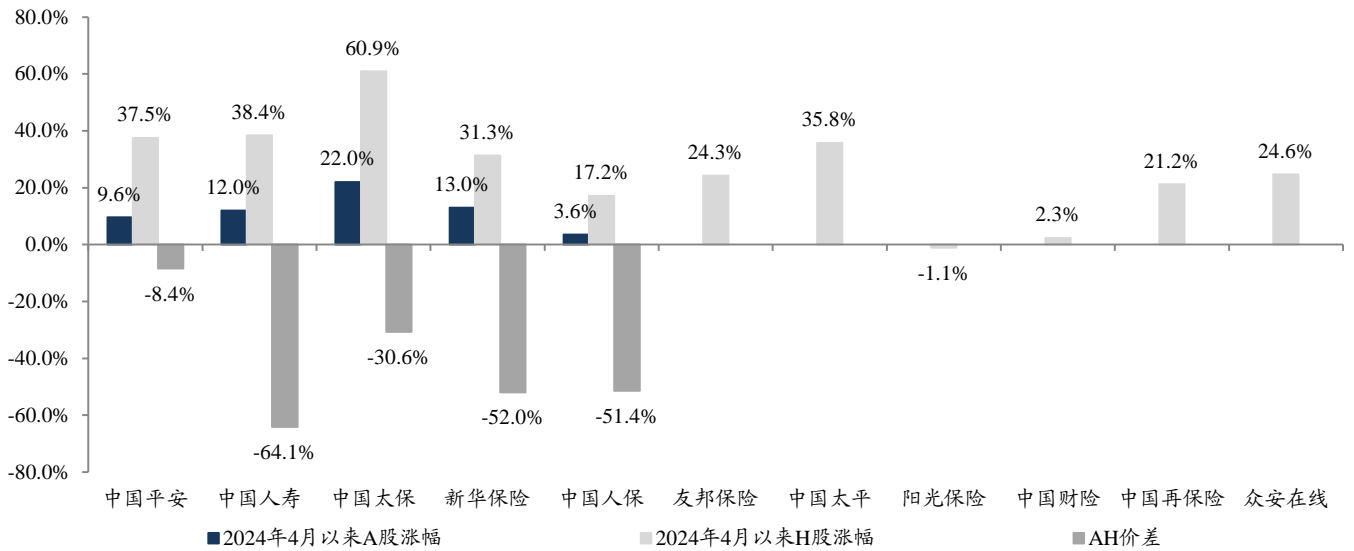
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 信用和期限利差出现波动(单位: BP)



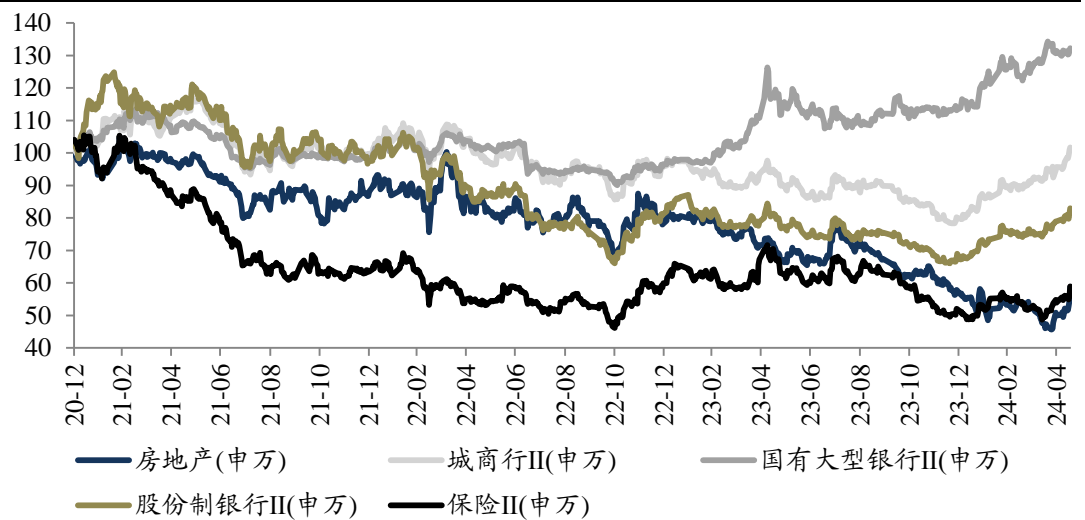
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 4月以来H股保险股反弹力度高于A股, 中国平安A股反弹力度较弱系地产预期压制 (2024年5月17日)



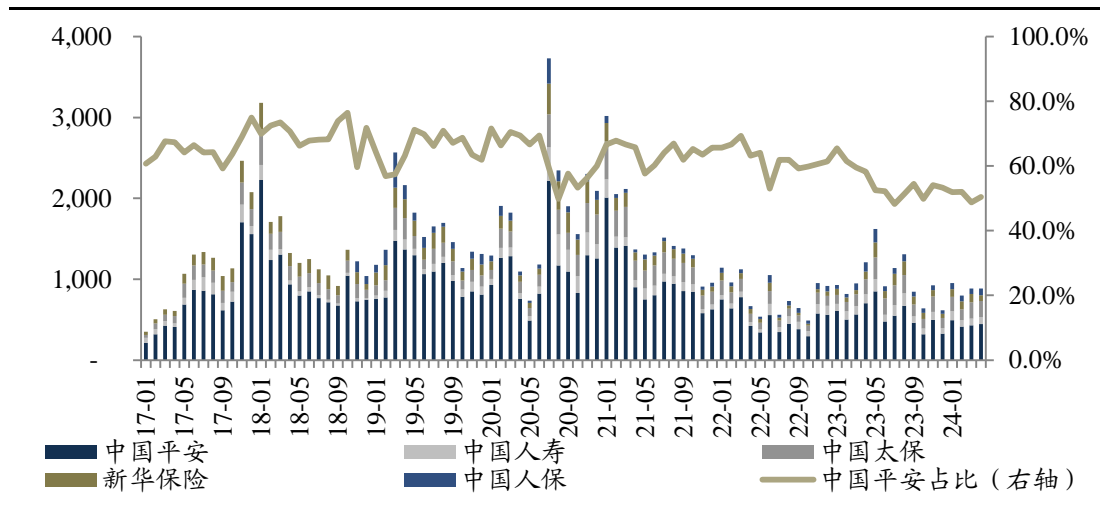
数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: AH 价差统计于 2024 年 5 月 17 日, 计算方法为 H 股较 A 股折价幅度 (H 股股价\*汇率折算/A 股股价-1)

图6: 2021年以来银行、保险和地产板块(申万二级子行业)指数走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 基期选 2020 年末为 100,

图7: 上市险企月度成交量金额及中国平安占比 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表2: 上市险企估值表 (以 2024 年 5 月 17 日股价计)

		EVPS (元)					P/EV				
代码	公司名称	股价	2023A	2024E	2025E	2026E	P/EV	2023A	2024E	2025E	2026E
601318.SH	中国平安	45.20	81.10	83.19	85.15	117.98	中国平安	0.56	0.54	0.53	0.38
601628.SH	中国人寿	32.97	44.60	48.64	52.97	57.61	中国人寿	0.74	0.68	0.62	0.57
601601.SH	中国太保	28.95	55.04	58.65	63.01	67.15	中国太保	0.53	0.49	0.46	0.43
601336.SH	新华保险	34.50	80.29	88.47	97.14	106.58	新华保险	0.43	0.39	0.36	0.32

		EPS (元)					P/E				
代码	公司名称	股价	2023A	2024E	2025E	2026E	P/E	2023A	2024E	2025E	2026E
601318.SH	中国平安	45.20	5.01	7.09	7.64	8.04	中国平安	9.03	6.37	5.92	5.62
601628.SH	中国人寿	32.97	0.75	1.11	1.36	1.50	中国人寿	44.14	29.63	24.25	22.01
601601.SH	中国太保	28.95	2.83	3.15	3.90	4.46	中国太保	10.22	9.18	7.42	6.49
601336.SH	新华保险	34.50	2.79	3.50	3.99	4.25	新华保险	12.36	9.86	8.64	8.13

		BVPS (元)					P/B				
代码	公司名称	股价	2023A	2024E	2025E	2026E	P/B	2023A	2024E	2025E	2026E
601318.SH	中国平安	45.20	49.18	52.50	56.96	63.79	中国平安	0.92	0.86	0.79	0.71
601628.SH	中国人寿	32.97	16.28	17.28	18.39	19.57	中国人寿	2.03	1.91	1.79	1.68
601601.SH	中国太保	28.95	25.94	28.14	30.96	34.04	中国太保	1.12	1.03	0.94	0.85
601336.SH	新华保险	34.50	33.68	36.59	39.81	43.15	新华保险	1.02	0.94	0.87	0.80

		BVPS (元)					P/B				
代码	公司名称	股价	2023A	2024E	2025E	2026E	P/B	2023A	2024E	2025E	2026E
2328.HK	中国财险	10.56	10.40	11.63	12.65	13.72	中国财险	0.94	0.84	0.77	0.71

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=0.9249 元人民币汇率计算, 数据更新至 2024 年 5 月 17 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>