

证券研究报告|行业专题报告
非银金融
行业评级 强于大市(维持评级)
2024年6月20日



保险估值探讨系列：从显著因子定量测算看 合理估值区间在什么位置

证券分析师：

周颖婕 执业证书编号：S0210523090002

➤ **保险股投资框架概述：股价驱动因素与估值驱动因素。**

- 1) 股价驱动因素：保险公司的利润来源结构分为利差、死差和费差，与之相对的，影响保险股价的核心因素分为资产端（长债收益率、权益类投资收益率）和负债端（NBV）；
- 2) 估值驱动因素：保险估值以P/EV体系为核心，决定估值水平的主要因素包括EV成长性：寿险行业发展空间（长期角度）和寿险公司NBV增速趋势和周期（中短期角度）；以及EV可信度：长端利率中枢和走势。

➤ **保险股估值显著影响因子定量测算：利率、权益市场、和负债端，其中利率为主要影响因素：**

- 1) 利率：与估值并非完全同向变动（权益市场的走牛可能导致利率下行估值不一定下跌）；近年来对估值的弹性逐渐加大（利差损风险加剧+投资收益波动加大）；利率具有明显中枢效应，上侧位置弹性更高（投资价值高，因子对估值提振作用显著）。；
- 2) 权益市场：强趋势下与估值保持同向变化，且涨跌速度对估值弹性有显著影响（投资业绩与市场情绪的双重驱动）；估值弹性与风格相关，更接近于大盘走势（大盘股风格下更受资金追捧）；
- 3) 负债端：新单难以单独推动估值提升（核心在每一份负债创造的利润）；大趋势拐点对险企估值影响较大（利润与预期收益即NBV和实际经营/投资情况紧密相连）。

➤ **保险估值决定因素包括EV成长性及EV可信度，我们预计行业ROEV在25年预计回到12%，行业合理估值水平在0.8X-1.0X：**

- 1) EV可信度：长端利率预计在经济复苏和监管呵护下逐步回暖，权益市场预计大盘股风格持续占优，险企资产端结构全面改善；23年上市险企调整精算假设一次性夯实EV基础，资产可信度增强；当下部分险企3%预定利率增额终身寿预计于6月30日停售，有望进一步压降负债端成本，防范利差损；
- 2) EV成长性：当前行业负债端强复苏，NBV预计连续两年正增向上拐点已现；3%预定产品停售短期有望提振寿险新单销售；
- 3) 对比海外：22-23年我国上市保险公司平均ROEV约10%，预计24~25年ROEV可修复至12%左右，对标海外国家，PEV的合理中枢应在0.8X-1X。

➤ **风险提示：长端利率持续下行、人力产能恢复不及预期、权益市场剧烈波动**

目

录

一、**保险板块研究框架及策略**

二、**保险估值显著影响因子复盘及定量测算**

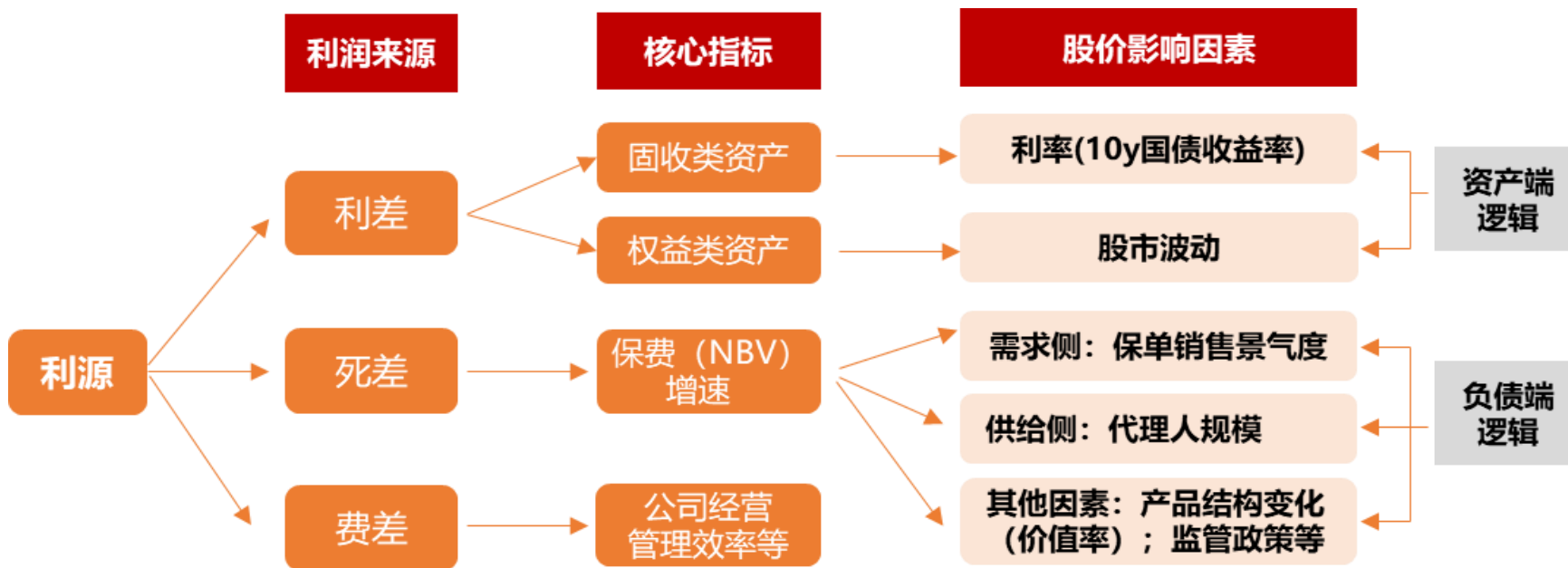
三、**当前估值合理水平是多少？**

四、**风险提示**

1.1 保险投资框架：股价核心驱动三因素（利率/股市/新单）

- 保险公司的利润来源结构分为利差、死差和费差，与之相对的，影响保险股价的核心因素分为资产端（长债收益率、权益类投资收益率）和负债端（NBV）。
 - **利差**：主要由公司投资收益率决定，10年期国债收益率和股市波动是核心变量，其余因素还包括地产投资情况、非标收益率。
 - **死差**：主要由保费增速、代理人规模、产品结构以及价值率等决定，新业务价值是核心观测指标，代表行业负债端景气度，其余影响因素还包括监管政策等。
 - **费差**：主要由保险公司经营效率、保险产品导向变化等决定。

图：保险公司投资框架



1.2 保险估值中枢驱动：EV成长性和可信度

EV可信度的边际变化决定上涨弹性，EV成长性的边际变化体现超额收益。 保险估值以P/EV体系为核心，决定估值水平的主要因素包括EV成长性：1) 长期角度，寿险行业发展空间；2) 中短期角度，寿险公司NBV增速趋势和周期；和EV可信度：3) 长端利率中枢和走势。

- **寿险行业的发展空间：**其长期影响因素包括经济发展水平、人口结构（30-45岁人口规模）、监管政策、保险渗透率等。
- **NBV的长期复合增速：**决定了ROEV的走势，从而导致估值差异。复盘历史，近十年NBV增速经历四轮周期：2010-2014（转型期）、2015-2017（高速发展期）、2018-2019（调整期）、2020-2022（负增长期），2023年（回暖期）。当前阶段，与2019年的负债端表现较为相似，但唯一差异在于当时是从高速增长进入低速增长，而2023年是从负增长恢复到低速增长。国际经验亦证明影响估值溢价的核心因素是NBV长期复合增速（如友邦具有较高的估值溢价）。
- **长端利率趋势：**对于保险股估值的确有正向影响，但是影响程度会随着保障险（死差）占比的提升而减弱，且影响力量会在估值低位时“钝化”（2015年之前，保险走势对长端利率变化并不敏感，主要就是基于负债端疲弱，导致对估值边际影响较小）。
- **国际经验来看：**美国和中国台湾寿险公司的估值与长端利率紧密相关，因为储蓄型业务占比与债权投资占比较大。英国受影响较弱，主要由于多元化经营使得ROE受利率的影响较小。日本的长期超低利率长期压制保险股估值，但影响已钝化。香港友邦保险是唯一一个估值“跳出”利率压制的公司，稳定的承保盈利能力是友邦估值溢价的重要原因。

图：近十年，保险股估值走势，以及相对于指数的超额收益情况



目

录

一、保险板块研究框架及策略

二、保险估值显著影响因子复盘及定量测算

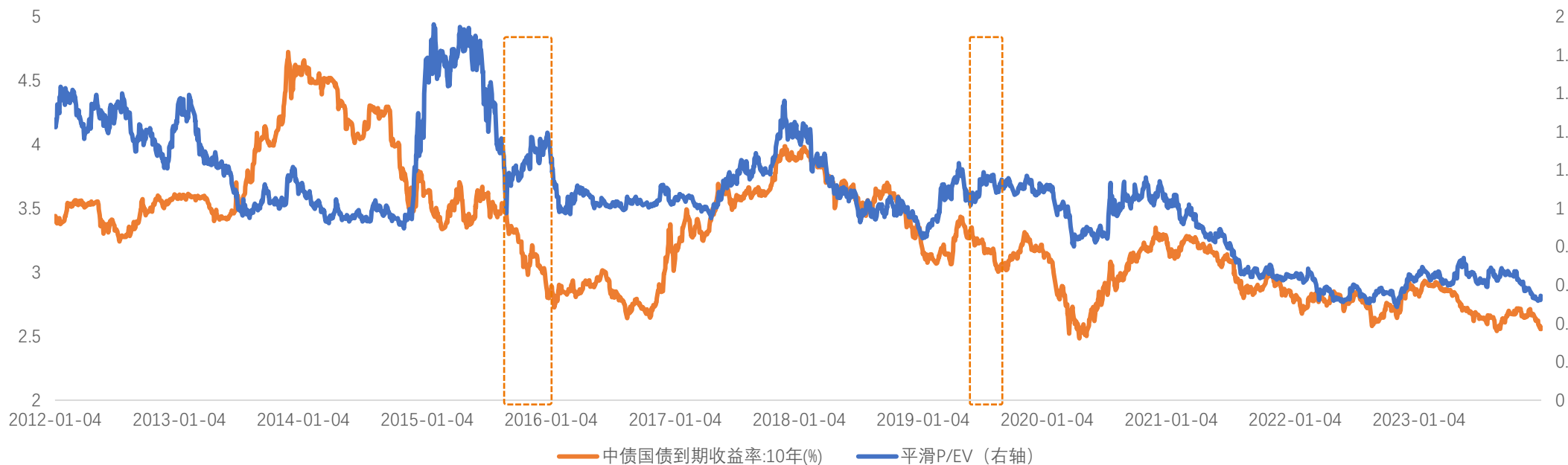
三、当前估值合理水平是多少？

四、风险提示

2.1 利率——从上下行区间看：与估值并不完全同向变动

- **通常利率与估值同向变动。**利率上升情形下提振估值的核心原因：1) 提高债券等固定收益资产新增投资与到期再投资部分的收益率，而负债成本提升通常相对缓慢，险企利差益增加，单位EV的盈利能力提升；2) 贴现率上升导致的准备金提取减少，提升当期利润。
- **权益市场的走牛可能导致利率下行估值不一定下跌。**短期内权益市场对估值的影响更加重要，权益市场的大幅反弹可能导致利率下行期险企估值逆势上行。15年9月到16年1月、19年5月到19年8月均出现利率走弱但估值震荡上升的情况，其核心原因在于期间权益市场牛市对估值的提振作用大于利率下行对估值的压制作用。

图：利率与估值走势



2.1 利率——从上下行区间看：对估值的弹性逐年加大

- 复盘历史，无论利率上行还是下行区间（以变动80bps为标准），近年来其对估值的弹性都有加大趋势。
- 1) **利差损风险增大**。前期，险企净投资收益率较高，整体利差损风险较小，利率对于保险估值的影响作用相对弱化；后期，在刚性负债成本逐渐加剧（存量高预定利率产品），利率持续下行带来固收类资产投资收益率承压，准备金计提加大，整体估值上升弹性受利率影响加剧（19年5月7日到20年3月9日由于权益市场牛市导致利率弹性降低）。
- 2) **投资收益更为市场化**。银行存款利率市场化程度较低，行业15年之前存款配置比例高达25%，受利率影响较小，之后比例逐渐降低；另类投资收益率市场化程度更高且配置占比逐年增多，导致投资收益受利率波动影响更大。

表：利率对估值的弹性

开始日期	开始利率 (%)	结束日期	结束利率 (%)	利率变动 (bps)	整体弹性
2013/7/8	3.52	2013/11/8	4.32	80.09	12%
2014/3/27	4.51	2014/11/3	3.70	-81.02	9%
2015/7/1	3.61	2015/12/24	2.80	-81.17	9%
2017/1/3	3.11	2017/10/30	3.91	80.61	43%
2017/10/30	3.91	2019/1/9	3.11	-80.09	60%
2019/5/7	3.36	2020/3/9	2.52	-83.46	17%
2020/4/8	2.48	2020/11/17	3.29	80.42	46%
2020/11/19	3.35	2023/8/21	2.54	-80.84	65%

2.1 利率——从中枢上下侧看：中枢之上弹性更高

- **利率具有明显中枢效应，整体看利率中枢为3.1%。**利率中枢上下侧估值弹性不同主要受利差损风险影响，历史各险企刚性负债成本在2.5%左右，在利率处于3.1%时，总体看险企基本可覆盖刚性负债成本。（净投资收益率较高，短期内提升利差，中长期减少准备金提取，进而增厚利润水平；也与预定利率有一定关联）。
- **我们复盘历史利率上下行阶段（以80bps为标准），并对利率区间进行了划分：利率上行中枢上侧、利率上行中枢下侧、利率下行中枢上侧、利率下行中枢下侧。**
- **中枢之上弹性更高。**原因：中枢之上投资收益较好，超额的投资收益在除去分红险的分红后直接计入险企利润，估值弹性较大；中枢之下行业面临利差损风险、盈利承压，估值弹性较小。

表：利率位于中枢上下侧对估值的弹性

开始日期	开始利率	结束日期	结束利率	利率变动（bps）	整体弹性（不区分中枢）	位置		弹性（利率每变化100bps估值变化的百分比）
2017/1/3	3.11	2017/10/30	3.91	80.61	43%	利率上行	中枢之上	43%
2017/10/30	3.91	2019/1/9	3.11	-80.09	60%	利率下行	中枢之上	60%
2017/10/30	3.91	2019/1/9	3.11	-80.09	60%	利率下行	中枢之上	60%
2019/5/7	3.36	2020/3/9	2.52	-83.46	17%	利率下行	中枢之上	-17%
							中枢之下	36%
2020/11/19	3.35	2023/8/21	2.54	-80.84	65%	利率下行	中枢之上	73%
							中枢之下	34%

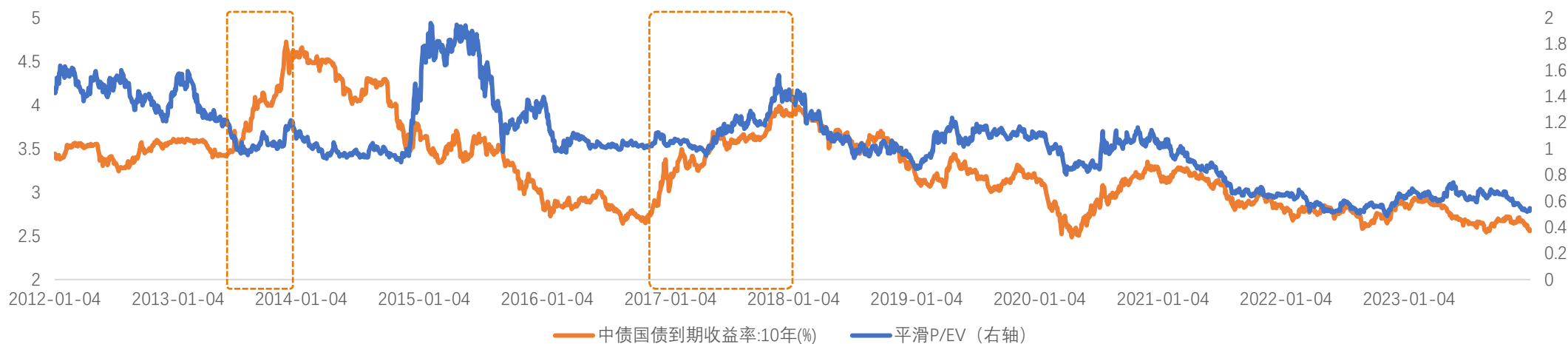
2.1 利率——阶段复盘：13-19年利率上行区间

- 13年在通货膨胀压力较大、叠加债市监管趋严的影响下，利率上行，此时利率位于中枢之上，但由于负债端疲弱（彼时中国保险业预定利率仍然实行2.5%上限的严格监管，保险产品缺乏竞争力，产品销售难有起色）、权益市场低位震荡，对保险股估值弹性较低。
- 17年央行为了化解金融风险不断收紧资金面，主动去杠杆，叠加供给侧改革的成功实施经济逐渐向好，利率出现较大幅度反弹。此时利率位于中枢之上，因投资收益率较高、准备金计提降低、对保险股估值弹性较高。

表：利率弹性

开始日期	开始利率	结束日期	结束利率	利率变动 (bps)	整体弹性 (不区分中枢)	位置		弹性 (利率每变化100bps估值变化的百分比)
2013/7/8	3.52	2013/11/8	4.32	80.09	12%	利率上行	中枢之上	12%
2017/1/3	3.11	2017/10/30	3.91	80.61	43%	利率上行	中枢之上	43%

图：利率与估值走势



2.1 利率——阶段复盘：13-19年利率下行区间

- 14年在中国经济增速放缓、全球经济疲软、通货膨胀下降的影响下，利率下行。此时利率位于中枢之上，因权益市场波动较小，其对保险股估值弹性较小。
- 15年在增长速度持续放缓影响下，利率下行，此时利率跌破3.1%利率中枢。在中枢上侧，对保险股估值较高；在利率下侧，与保险股估值呈负相关，原因在于此阶段利率持续下行但权益市场于下半年反弹、推动估值走高。
- 19年在中美贸易摩擦持续、经济增长进一步放缓的影响下，利率下行，20年初由于疫情突发利率进一步下探，此时利率跌破3.1%利率中枢。在中枢上侧，与保险股估值呈负相关，原因在于权益市场处于高位导致估值高位震荡；在中枢下侧，对保险股估值影响较大、弹性较高。

表：利率弹性

开始日期	开始利率	结束日期	结束利率	利率变动 (bps)	整体弹性 (不区分中枢)	位置		弹性 (利率每变化100bps估值变化的百分比)
2014/3/27	4.51	2014/11/3	3.70	-81.02	9%	利率下行	中枢之上	9%
2015/7/1	3.61	2015/12/24	2.80	-81.17	9%	利率下行	中枢之上	22%
							中枢之下	-39%
2019/5/7	3.36	2020/3/9	2.52	-83.46	17%	利率下行	中枢之上	-17%
							中枢之下	36%

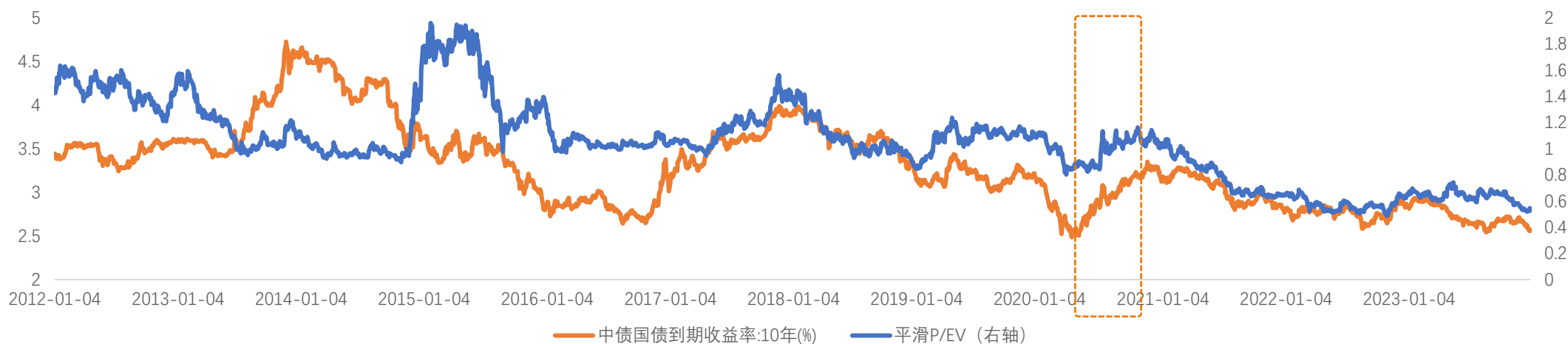
2.1 利率——阶段复盘：20年利率上行区间

- 20年在国内疫情得到有效控制、国外疫情冲击严重、外贸出口创历史新高、中国成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体影响下利率上行，此时利率突破3.1%利率中枢。在中枢上侧，对保险股估值弹性并不显著，原因在于负债端向下周期拐点已现，利率进一步走高难以缓解负债端人力出清、NBVM走低对估值带来的压制；在利率下侧，对保险股估值弹性较大，原因一是投资收益率走高对估值的提振作用，二是市场逐渐消化年初疫情冲击对估值带来的影响。

表：利率弹性

开始日期	开始利率	结束日期	结束利率	利率变动 (bps)	整体弹性 (不区分中枢)	位置	弹性 (利率每变化100bps估值变化的百分比)
2020/4/8	2.48	2020/11/17	3.29	80.42	46%	中枢之上	-
						中枢之下	49%

图：利率与估值走势



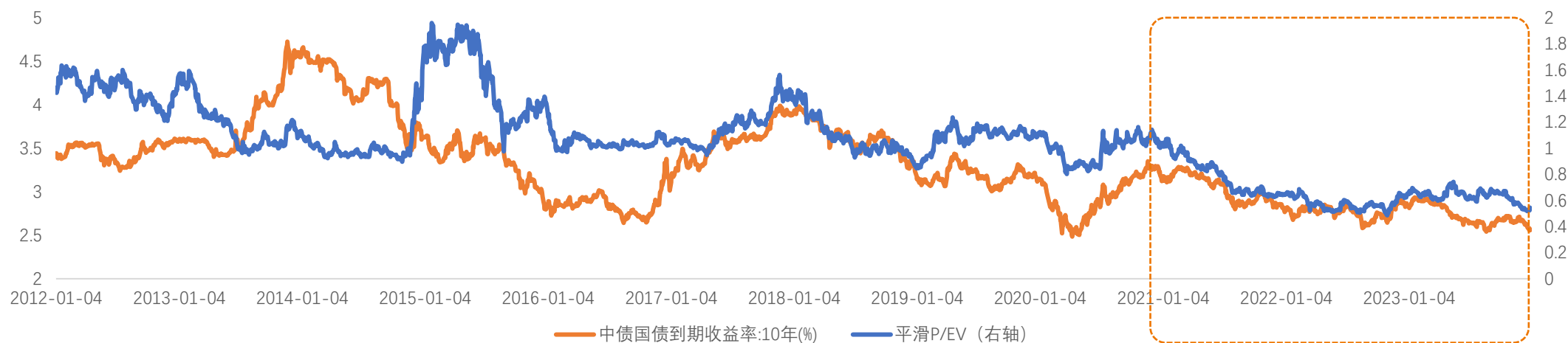
2.1 利率——阶段复盘：21-23年利率下行区间

- 21-22年在疫情影响持续、经济增长放缓、房地产风险暴露加大影响下，23年在经济复苏不及预期、有效需求不足、房地产频繁暴雷影响下，利率下行，此时利率跌破3.1%利率中枢，在中枢上侧，对保险股估值影响较大，原因在于中枢之上利率下行带来超额投资收益的快速减少；在利率下侧，对保险股估值影响较小，原因在于中枢之下行业面临利差损风险、长期经营能力遭受考验、前期估值下杀较为充分，估值弹性较小。

表：利率弹性

开始日期	开始利率	结束日期	结束利率	利率变动 (bps)	整体弹性 (不区分中枢)	位置	弹性 (利率每变化100bps估值变化的百分比)
2020/11/19	3.35	2023/8/21	2.54	-80.84	65%	中枢之上	73%
						中枢之下	34%

图：利率与估值走势



2.2 权益市场——强趋势下与估值基本保持同向变化

- 复盘历史，权益市场强趋势下（沪深300变化幅度大于30%）估值基本保持同向变化（2019/4/4 ~ 2021/1/5弹性不显著的原因：负债端走弱、EV预期增速放缓，权益市场上行提振作用被抵消）
- 原因：1) 权益市场上行提升投资收益率，增厚险企利润，提振估值；2) 权益市场走牛由资金驱动，其本身就会驱使各板块价格上行，导致估值走高。

表：权益市场弹性

开始日期	开始沪深300	结束日期	结束沪深300	沪深300变动比例	弹性（沪深300指数每变化1%估值变化的百分比）
2014/11/4	2513.17	2014/12/16	3303.4	31.4%	1.6%
2014/12/17	3360.6	2015/4/13	4421.07	31.6%	0.6%
2015/6/30	4473	2015/8/25	3042.93	-32.0%	1.3%
2016/2/1	2901.05	2017/8/25	3795.75	30.8%	0.7%
2018/1/19	4285.4	2018/12/27	2990.51	-30.2%	0.9%
2018/12/28	3010.65	2019/4/1	3973.93	32.0%	1.1%
2019/4/4	4062.23	2021/1/5	5368.5	32.2%	-
2021/3/3	5452.21	2022/4/25	3814.91	-30.0%	1.5%
2022/6/24	4394.77	2023/12/26	3324.79	-24.3%	0.2%

2.2 权益市场——强趋势下涨跌速度越快估值弹性越大

- **趋势之中的速度越快，估值弹性越大。**核心原因在于权益市场对险企估值的影响更多在于短期，短期内涨跌速度越快、对险企总投资收益率的驱动力度更大、市场情绪也更趋于极端的旺盛/冰点，在投资业绩与市场情绪的双重驱动下估值的弹性更大（这种情况往往发生于大牛市或大熊市初期）。
- **复盘：**历史上权益市场有三次趋势性行情持续时间较短（通常不超过一个季度），保险股估值在此期间弹性都较大（大于1%），意味着险企股价表现强于沪深300指数（沪深300每变动1%，险企股价变动幅度超过1%）；有三次趋势性行情持续时间较长（均超过一年半），估值在此期间弹性都较小（小于1%）。

表：权益市场弹性

开始日期	结束日期	区间长度（月）	沪深300变化	弹性	原因
2014/11/4	2014/12/16	1.4	31.4%	1.6%	权益市场单边趋势持续时间较短，估值弹性较大
2015/6/30	2015/8/25	1.9	-32.0%	1.3%	
2018/12/28	2019/4/1	3.1	32.0%	1.1%	
2016/2/1	2017/8/25	19.0	30.8%	0.7%	权益市场单边趋势持续时间较长，估值弹性较小
2022/6/24	2023/12/26	18.3	-24.3%	0.2%	
2019/4/4	2021/1/5	21.4	32.2%	0.0%	

2.2 权益市场——弹性更接近于大盘股走势

- **保险板块估值弹性与大盘股走势更加趋同。**原因：1) 保险板块本身属于大盘股，大盘股风格下更受资金追捧；2) 险企权益投资主要集中于大盘股，大盘股强势对投资收益率提升作用更明显，估值受到显著提振。
- **复盘：1) 2017年大盘股强势期的高估值：**在16、17年的供给侧改革中，大盘股盈利复苏更快、确定性更好，市场资金更偏好以上证50为代表的大盘股。2) **2021年至2023年大盘股弱势期的低估值：**21年初大盘股在经历了连续两年的上涨后见顶，市场赚钱效应减弱，逐渐进入存量博弈阶段。在增量资金匮乏的阶段大盘股的上涨动能较弱，资金从大盘股进入中小盘股，险企估值也随市场风格转换降低。

表：大盘股、小盘股涨跌幅与估值弹性

开始日期	结束日期	沪深300变化	中证2000变化	估值变化
2016/1/4	2017/12/29	49%	-36%	29%
2021/1/4	2023/12/31	-63%	21%	-34%

图：大盘股、小盘股与估值走势



2.3 负债端——新单旺盛难以单独推动估值提升

- **半年新业务价值同比与估值环比变动并无明显关系。**核心原因：估值（P/EV）衡量投资者愿意为每一单位EV支付的价格，具体价格则基于每一份负债能够创造的净利润。负债端单独走牛仅仅提升了EV总量，对每一份负债创造的利润并无明显影响，因此不能提振险企估值。
- **15~16年负债端旺盛：**13~15年预定利率上限逐步解除，叠加利率持续下行、15年权益市场极端行情，产品吸引力不断提高，并吸引代理人入局，两者形成良性循环；15年7月“保代考试”取消进一步推动代理人数量快增。双因素叠加共同推动负债端旺盛。
- **15~16年估值较弱：**15年权益市场牛市后的持续回调、15~16年利率持续下探，共同压制险企估值。

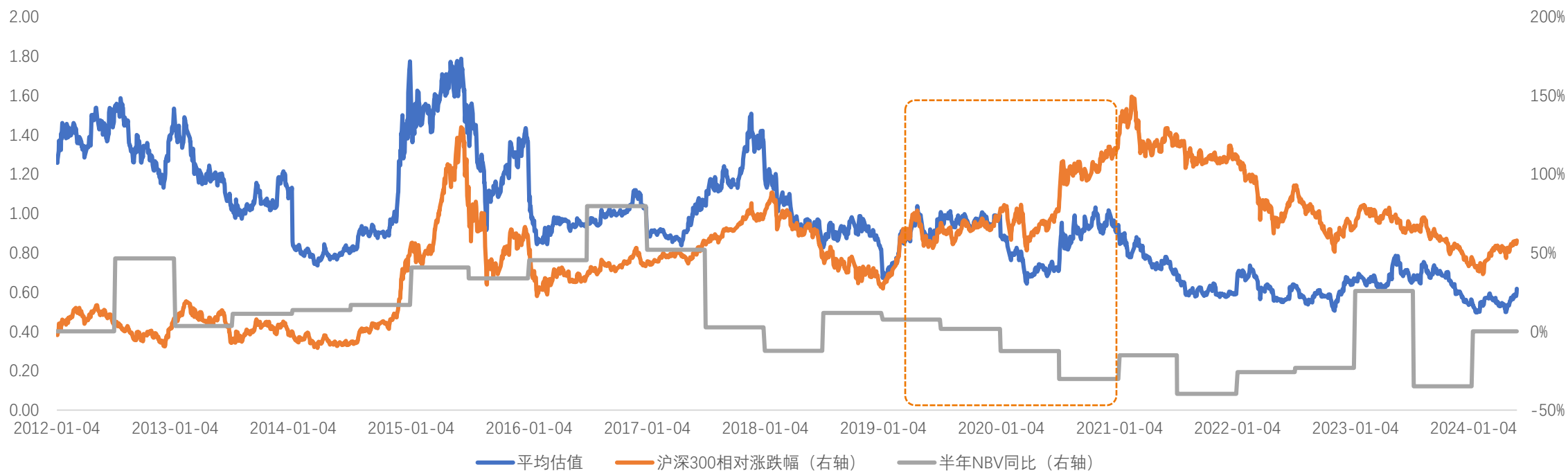
图：估值环比与半年新业务价值同比

时间	半年内新业务价值	P/EV	估值环比变动比例	半年内新业务价值同比
2012/12/31	199	1.54	1.0%	46.4%
2013/6/30	290	1.01	-34.5%	3.5%
2013/12/31	222	1.13	12.2%	11.3%
2014/6/30	330	0.94	-17.0%	13.5%
2014/12/31	259	1.77	88.7%	16.8%
2015/6/30	464	1.57	-11.7%	40.7%
2015/12/31	346	1.32	-15.5%	33.8%
2016/6/30	674	1.01	-23.4%	45.3%
2016/12/31	623	1.03	1.7%	79.7%
2017/6/30	1023	1.15	12.0%	52.0%
2017/12/31	639	1.37	18.5%	2.7%
2018/6/30	897	0.98	-28.3%	-12.4%
2018/12/31	715	0.86	-11.9%	11.8%
2019/6/30	964	1.14	32.5%	7.6%
2019/12/31	726	1.11	-3.1%	1.6%
2020/6/30	844	0.84	-23.9%	-12.5%
2020/12/31	506	1.04	23.2%	-30.3%
2021/6/30	716	0.79	-24.3%	-15.2%
2021/12/31	305	0.64	-18.4%	-39.7%
2022/6/30	530	0.60	-7.3%	-25.9%
2022/12/31	234	0.65	9.7%	-23.2%
2023/6/30	667	0.61	-6.7%	25.7%
2023/12/31	153	0.54	-11.0%	-34.8%

2.3 负债端——大趋势拐点对险企估值影响较大

- 原因：从精算角度来讲，险企每年净利润本质来自于前期累积业务在当年的摊销，与预期收益（NBV）和实际经营/投资情况紧密相连。负债端大周期走弱代表NBV增速负增长，原有保单摊销速度大于新增保单摊销速度（即合同服务边际余额CSM降低），导致每年净利润走低，压制险企估值。
- 复盘：19年下半年到20年权益市场牛市对估值提振并不明显，核心在于当时负债端向下周期拐点已现，在人力出清、疫情对展业的冲击、高NBVM业务下降等多重因素影响下，负债端明显走弱，导致权益市场对估值的提振并不明显（尤其是20年下半年权益市场的牛市）。

图：估值与半年新业务价值同比



目

录

一、保险板块研究框架及策略

二、保险估值显著影响因子复盘及定量测算

三、当前估值合理水平是多少？

四、风险提示

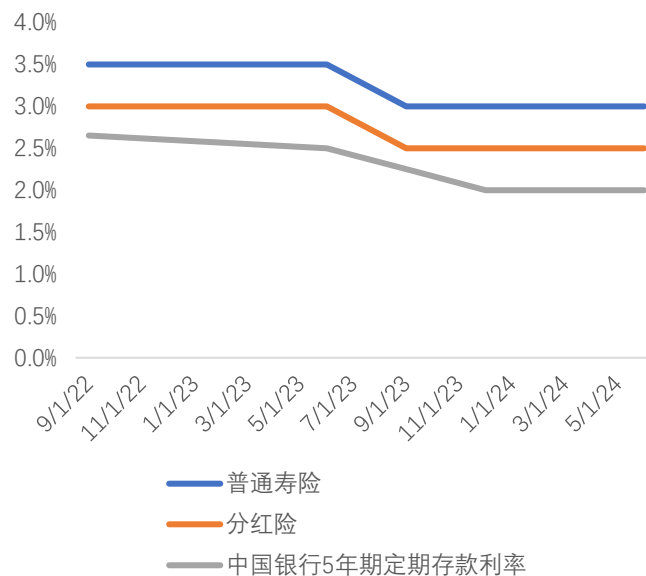
3.1 EV可信度——当前利率中枢或已降至2.6%附近

- **国债收益率持续下行。**21年至今利率趋势性下行，最新利率（6月7日）仅2.28%，我们预计当前利率中枢或已降至2.6%附近。
- **金融产品预定利率持续下调。**当前普通寿险预定利率（3%）仍高于国有大行5年期定存利率（2%），叠加居民旺盛的低风险资产配置需求，有望持续推动储蓄险增长。当前监管已暂停批复各险企3.0新发产品，预计预定利率仍有进一步调降空间。
- **投资收益率、风险贴现率下调。**23年上市险企普遍下调投资收益率假设0.5pc至4.5%、风险贴现率1.5~2pc至8%~9.5%。由于精算假设具有长期性，两者的下调主要反应了险企对于未来利率长期走势弱于前期的审慎判断。

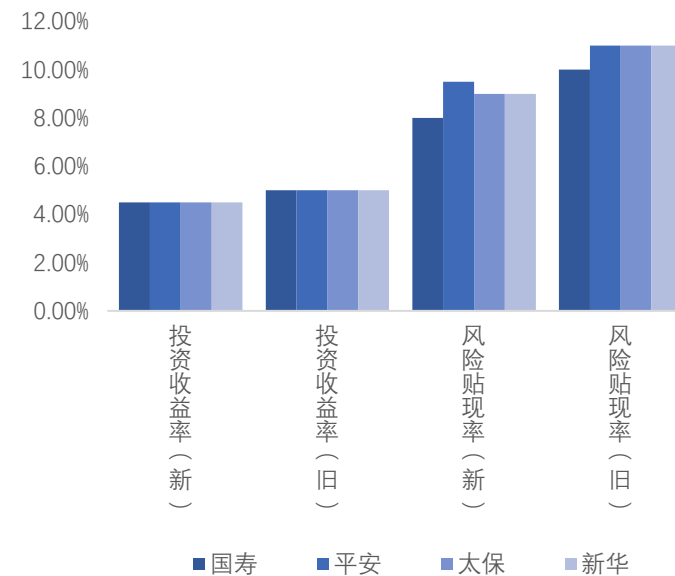
图：利率走势



图：常见金融产品预定利率走势



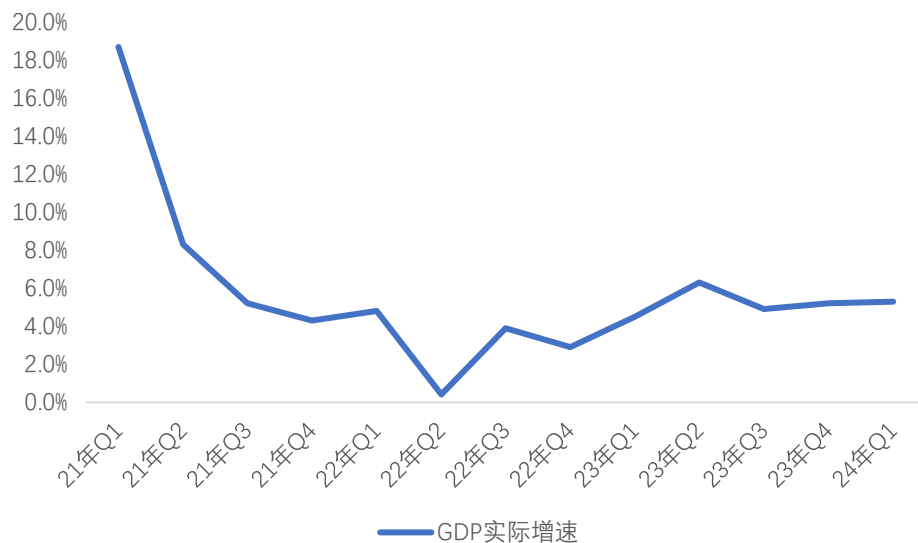
图：险企精算假设调整



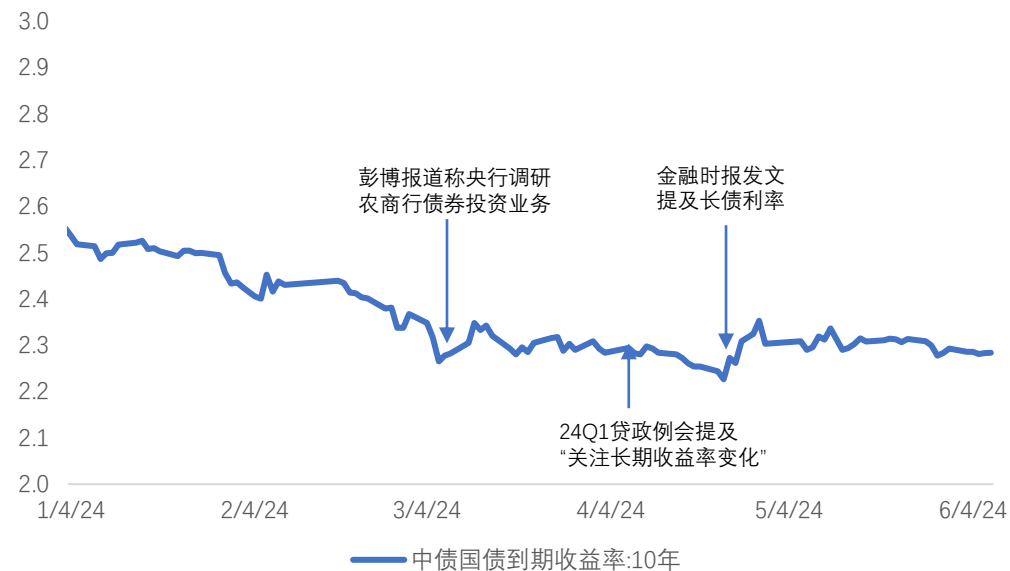
3.1 EV可信度——利率回暖预期强，估值弹性接近高弹性点

- **宏观经济或持续复苏。**2024年两会明确“中央加杠杆”的宏观政策，实行宽财政为主、松货币为辅的思路，一季度GDP实际增速5.3%超过此前机构预期（4.5%~5%），叠加5月特别国债已经开启发行、房地产多重政策持续发力、通胀边际缓慢修复，宏观经济复苏的积极因素逐渐积累，预计全年宏观经济持续复苏。
- **监管四次发生关注利率持续走弱。**今年年初由于降息预期较强、机构加大债券力度，叠加利率债发行不及预期，10年期国债收益率快速向下进入低利率的新阶段。此后监管多次提示长债风险，利率有所止跌。当前长端利率触底盘整，或已处于足够低位。
- **利率回暖预期较强，估值有望获得高弹性恢复。**当前宏观积极因素累积、利率水平较低，若伴随利率逐步恢复保险股有望迎来高弹性修复。

图：近年来GDP实际增速



图：24年监管持续关注长债利率走势



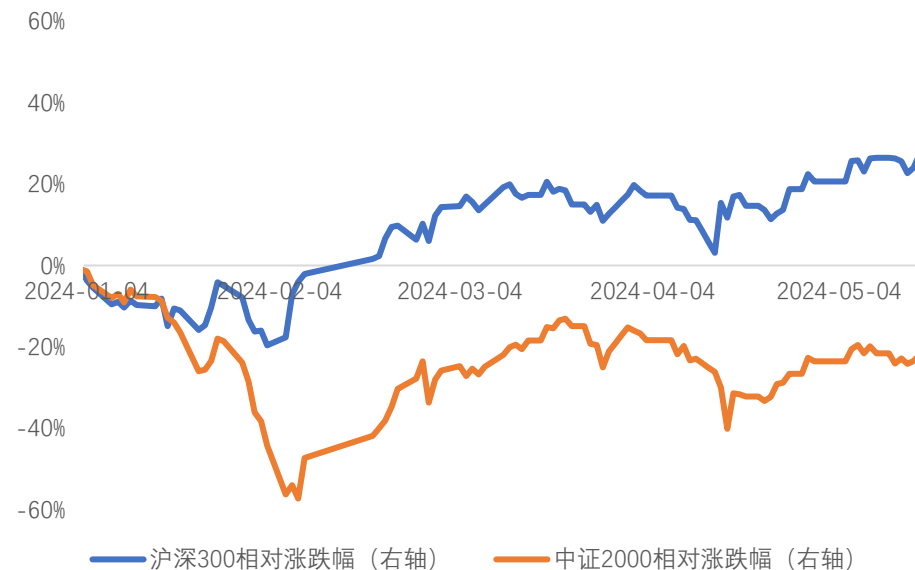
3.1 EV可信度——24年大盘股表现向好，或一定程度催化估值上涨弹性

- **强监管政策利好优质龙头大盘股。**新“国九条”明确提出加大退市监管力度、严格上市公司持续监管、大力推动中长期资金入市，长期内有助于清退资质较差公司、削减“壳”资源价值，真正优质、龙头公司的长期投资价值有望凸显，以高股息为代表的大盘价值股和以“出海”为代表的大盘成长股预期表现较好。
- **24年至今大盘股风格明显占优，代表大盘股的沪深300指数上涨28%，代表小盘股的中证2000指数下跌22%。**
- **核心原因：**1) 新“国九条”强监管下的小盘股投机价值进一步削弱，大盘股长期投资价值更加凸显；2) 21~23年大盘股持续下行而小盘股高位盘整，大盘股估值更加合理、价格更具吸引力；3) 当下经济仍处缓慢回升阶段，大盘股较小盘股稳定性更高、盈利性更强。

表：新“国九条”长期利好大盘股

国九条	具体内容	大盘股优势
加大退市监管力度	收紧重大违法类、规范类、财务类、交易类退市指标	经营状况稳定、公司治理规范，退市风险较小
大力推动中长期资金入市	构建支持“长钱长投”的政策体系，大力发展权益类公募基金，大幅提升权益类基金占比	长期资金风格稳健、追求低波动和绝对收益，与大盘股风格相契合
严格上市公司持续监管	强化分红监管，对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示	盈利状况良好且可持续，具备长期分红基础，高股息策略下或受青睐

图：24年至今大盘股、小盘股走势



3.2 EV成长性——NBV预计连续两年正增，负债端拐点已现

➤ 目前行业负债端强复苏，NBVM推动NBV快增，负债端向上周期拐点已现。

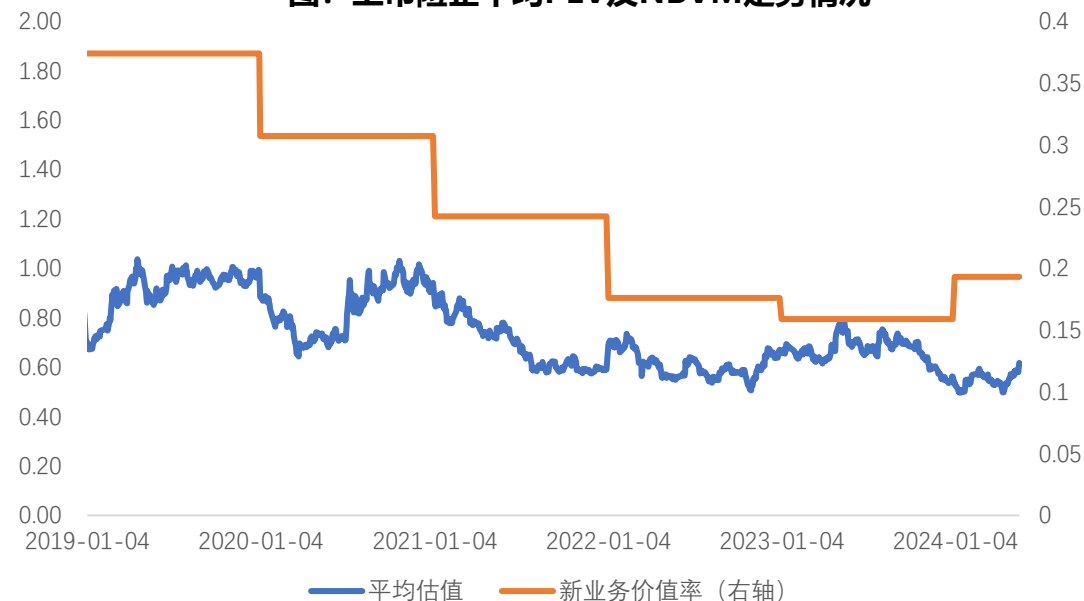
1) NBVM：前期持续下行后的触底改善。24Q1NBVM：平安(22.8%)>太保(15.8%)，新华在新单保费同比大幅下降的情况下NBV实现大幅增长，推测NBVM有较大改善。19年后由于重疾险等高价值率险种销售受阻、消费者低风险偏好带来储蓄险旺盛，NBVM持续下行23年仅17.16%。

2) NBV：一季度增长超预期。24Q1上市险企NBV同比实现快增，具体增速：新华(51.0%)>太保(30.7%)>国寿(26.3%)>平安(20.7%)。当前负债端景气度无虑，行业渠道、产品转型效果凸显，我们预期全年NBV维持高速增长。

图：上市险企平均PEV及NBV同比增速走势情况



图：上市险企平均PEV及NBVM走势情况



3.3 当下合理中枢在0.8X-1.0X

- 尽管当下并非估值弹性高点，但当下宏观经济逐步修复、长端利率触底反弹、权益市场回暖预期增强、大盘股风格持续、负债端向上周期拐点已现、地产组合拳缓释风险等多重利好，估值上涨因素兼具，预计合理估值在0.8X~1X之间，24~25年ROEV可修复至12%左右。
- 对标海外国家，PEV的合理中枢应在0.8X-1X。
 - 美国自2009年起，30-54岁劳动力人群规模（保险主力购买人群）进入负增长区间，而我国维持稳定；且美国GDP增速弱于我国。参考美国保险股估值，ROE达到8%-10%区间时，对应PB约0.8X-1X。
 - 英国保险公司PB估值、ROE水平较高，近年来PB维持在1X以上；台湾十年国债收益率已降至1%附近，且全民健保对寿险市场竞争格局形成冲击，但近年来PB也可维持在1X以上。
 - 日本保险股估值一直以来受长期的超低利率水平压制，近年来ROEV维持在8%-11%，对应PEV 0.4X-0.8X。从利率角度来看，近二十年10年期国债维持-1%到+1%的低收益率区间，估值受此影响有一定折价，在参考时我们给予一定估值溢价。

表：各国保险公司估值及ROE情况

美国		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
大都会	PB	1.29	1.46	1.09	0.96	0.91	0.79	0.60	0.78	0.90	0.80	0.66	0.84
	ROE	19.6%	12.1%	10.9%	-7.9%	6.5%	12.4%	1.9%	5.2%	9.4%	7.6%	1.1%	6.2%
英国		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
保诚	PB	2.89	3.17	2.44	2.07	2.35	2.13	2.17	2.92	3.54	3.43	2.62	3.03
	ROE	16.4%	16.4%	-7.1%	11.9%	20.0%	17.1%	22.9%	13.5%	20.7%	20.8%	13.9%	15.5%
台湾		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
国泰	PB	2.91	2.97	2.98	2.56	2.38	2.08	1.42	1.81	1.61	1.39	1.06	1.14
	ROE	5.2%	13.9%	1.1%	6.2%	2.1%	5.1%	7.0%	12.2%	12.2%	12.9%	9.7%	10.0%
日本		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
第一生命	PEV	0.82	0.78	0.65	0.81	0.71	0.80	0.66	0.84	0.77	0.58	0.47	0.46
	ROEV	18.1%	22.0%	23.9%	19.5%	16.4%	14.2%	9.8%	8.7%	8.7%	9.0%	11.0%	8.0%
T&D控股	PEV	0.82	0.76	0.67	0.86	0.80	0.85	0.66	0.83	0.77	0.53	0.40	0.39
	ROEV	9.0%	12.9%	11.3%	12.2%	11.5%	11.2%	18.2%	7.9%	10.4%	8.5%	10.4%	7.4%
香港		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
友邦	PEV	1.54	1.51	1.55	1.70	1.81	1.96	1.84	1.86	2.01	2.12	2.01	1.80
	ROEV	11.5%	12.5%	12.8%	12.7%	13.4%	13.6%	15.4%	15.5%	16.3%	15.9%	11.7%	12.1%
保诚	PEV	0.70	0.72	0.76	0.93	1.08	1.01	0.74	0.87	0.73	0.62	0.63	0.72
	ROEV	18.7%	16.1%	16.2%	18.7%	16.5%	16.6%	17.0%	16.9%	16.9%	16.0%	9.5%	7.4%

目

录

一、保险板块研究框架及策略

二、保险估值显著影响因子复盘及定量测算

三、当前估值合理水平是多少？

四、风险提示

4.1 风险提示

- 长端利率持续下行：长端利率持续下行或严重拖累投资端收益率
- 人力产能恢复不及预期：人力产能恢复不及预期或压制负债端销售
- 权益市场剧烈波动：权益市场剧烈波动或导致投资收益率承压

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准(另有说明的除外)。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

