

保险 II 行业深度报告

寿险负债成本下行幅度或大于资产收益率压力——来自分红实现率和万能结算利率的视角

2024 年 07 月 31 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

证券分析师 武欣姝

执业证书：S0600524060001
wux@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002
luoyk@dwzq.com.cn

投资要点

- **负债成本测算成为今年寿险行业研究的重要课题之一。**近期监管通过窗口指导对不同体量保险公司进行浮动收益产品的存量负债成本上限的压降，其中对于中小型/大型公司，万能险结算利率上限为 3.3%/3.1%，分红险实际收益率上限为 3.2%/3.0%。该调整类似存量负债“重定价”，相比预定利率“不追溯过往保单合同”，对负债成本压降作用较大。
- **新准则下，我们预计 2024 年上市险企净投资收益率或进一步下行，但得益于权益市场“红利资产”的结构性行情，总投资收益率或改善。**1. 从净投资收益率来看，2023 年主要压力来自到期再配置收益率承压和新流入保费配置收益率低于存量平均水平。我们估算 2024 年上市险企平均净投资收益率预计约 33bps 至 3.66%。2. 从总投资收益率来看，得益于 2024 年权益市场“红利资产”的结构性行情以及上年同期权益资产买卖价差亏损导致的低基数效应，总投资收益率或改善至 3.46%。
- **监管引导预定利率下行的决心不变，相较于 2023 年，本轮预定利率下调或大公司先行，各机构节奏显差异。**从传统险来看，根据当前国内险企平均 13 年左右的负债久期假设和 50bps 年化传统险预定利率下降幅度估算，按照每年 7.7%（1/13）存量资产再配置比例，按照 50%传统险业务占比得到年化负债成本下行幅度为 1.9bps。
- **我们选取国寿、平安、太保和泰康四家已披露最新一期分红实现率的头部险企进行样本分析。**分红实现率是基于产品整体计算的衡量分红实际水平与预期水平之间差异的指标。样本寿险公司可比口径的最新一期现金红利实现率由高至低排序分别为：泰康长寿账户（50%）、太保（48%）、平安（36%）、泰康个人账户（36%）、国寿（35%）；而上年同期排序分别为：泰康长寿账户（150%）、泰康个人账户（114%）、平安（107%）、太保（87%）、国寿（68%）。当前主要头部险企有两种机制下的红利派发特征，具体包括保单年预发放和年终统一派发。太保保额分红实现率高于现金分红。国寿一款产品分红实现率逾 100%，主动披露 2013 年起累计红利实现率。平安同一保单生效区间内绝大多数产品保持一致。泰康根据缴费额差异化区分长寿账户和个人账户。样本寿险公司现金红利实现率算术平均值从上年的 93.8% 下降至最新一期的 38.7%，对应投资收益率从 3.8% 下降至 3.0%，按照 30% 分红险业务占比和存量全部重定价年化得到负债成本下行幅度为 23.2bps。
- **4Q23 以来万能险结算利率持续下降，头部险企降幅更大。**2024 年 5 月全行业共计 1674 款万能险年结算利率平均值为 2.97%，相较 2023 年 5 月平均值（3.67%）下降 70bps；2024 年 1 月至 5 月万能险年结算利率平均值为 3.10%。而 2023 年全年平均值平均为 3.61%，下降 51bps。我们预计全行业 2024 年全年平均万能险结算利率为 3.0%，同比下降约 61bps，而上市公司这一降幅达 88bps，主要系头部公司起到行业表率作用。按照 20% 万能险业务占比和存量全部重定价年化得到年化负债成本下行幅度为 17.6bps。
- **投资建议：我们测算上市险企寿险负债成本下行幅度达 42.7bps 高于资产端下行压力。**保险股具备“红利影子股”的特征，从业绩来看，年初至今权益市场结构性行情有助于上市险企业绩释放。从估值来看，长端利率虽然持续下行压制板块估值，但央行持续表态长端利率过低，底部基本探明，首推中国太保，其次推荐中国人寿、新华保险和中国平安。
- **风险提示：万能险结算利率和红利实现率下降使得产品吸引力下降销售难度增加，寿险业转型持续低于预期，宏观经济复苏低于预期**

行业走势



相关研究

《上市险企 6 月保费数据点评：寿险增速当弱不弱，车险增速再度放缓》

2024-07-17

《央行“卖债”定调长端利率底部，利率反弹力度决定寿险修复高度，首推太保和新华》

2024-07-02

内容目录

1. 引言：负债成本测算成为今年寿险行业研究的重要课题之一	4
1.1. 2023 年以来监管持续引导寿险公司综合负债成本下行	4
1.2. 长端利率大幅下行及权益市场低位徘徊对险企投资收益达成带来挑战	5
1.3. 大力发展非保证利率产品有助于降低综合负债成本	6
2. 分红实现率：概念、提出、现状	7
2.1. 分红险及保单盈余计算	7
2.2. 分红实现率：概念及提出	9
2.3. 两种机制下的红利派发特征：保单年预发放 VS 年终统一派发	10
2.4. 太平洋人寿分红实现率：保额分红实现率高于现金分红	12
2.5. 中国人寿分红实现率：一款产品分红实现率达 100%，主动披露 2013 年起累计红利实现率	13
2.6. 平安人寿分红实现率：同一保单生效区间内绝大多数产品保持一致	13
2.7. 泰康人寿分红实现率：根据缴费额差异化区分长寿账户和个人账户	14
3. 万能险结算利率下调，头部险企降幅显著高于行业平均水平	15
3.1. 结算利率和产品概览	15
3.2. 当前结算利率现状：4Q23 后快速下行	16
3.3. 头部险企万能险结算利率现状	16
4. 主要结论与投资建议	18
4.1. 主要结论：寿险负债成本下行幅度或大于资产收益率压力	18
4.2. 投资建议：买入“红利影子股”	18
4.3. 风险提示	19

图表目录

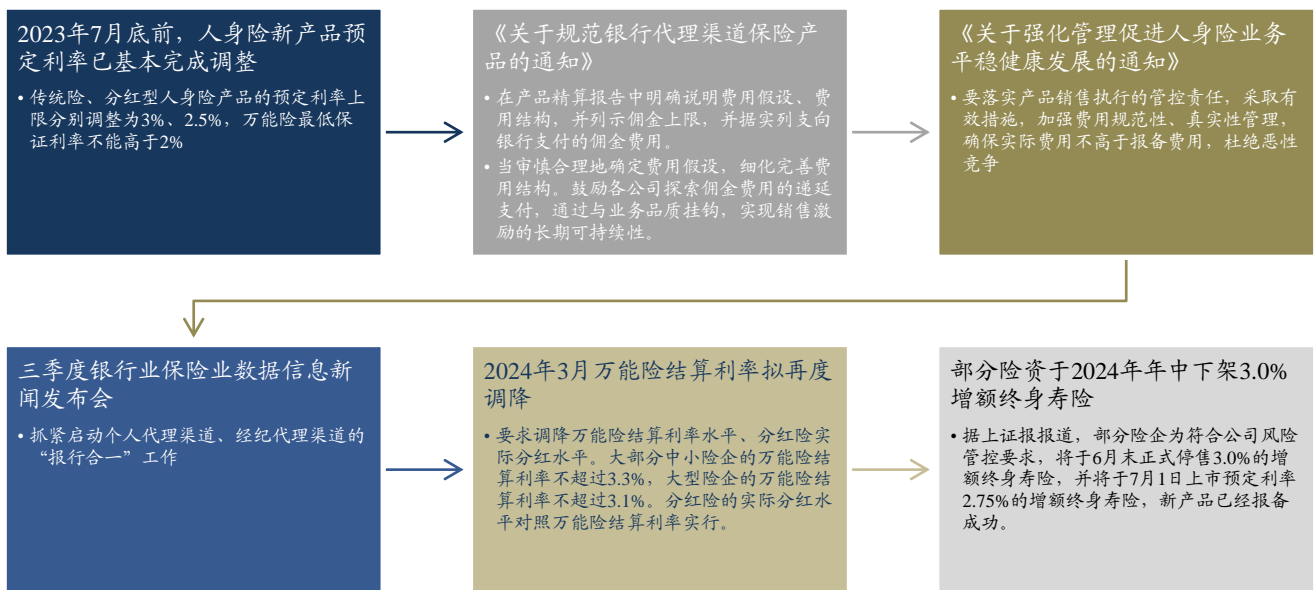
图 1:	2023 年以来, 监管持续引导寿险公司综合负债成本下降	4
图 2:	预定利率上限调整情况一览	5
图 3:	在监管的窗口指导下分红和万能险客户实际收益率上限调整	5
图 4:	长端利率趋势性下行增加权益收益增强压力 (%)	5
图 5:	国内长债利率曲线进一步平坦化 (%)	5
图 6:	我们预计 2024 年上市险企净投资收益率或进一步下行, 但总投资收益率或改善	6
图 7:	利率下行对投资收益率负面影响测算示意图	6
图 8:	客户实际收益率演示公式 (假设按照 100% 的分红实现率)	8
图 9:	客户实际收益率 2.5%-5% 的分红实现率分布	9
图 10:	保单年预发放红利示意图	10
图 11:	年终统一派发红利示意图	11
图 12:	平安人寿 2018 年以来分红实现率水平	14
图 13:	平安人寿 2018 年以来分红实现率对应的客户实际收益率	14
图 14:	泰康人寿分红账户的分红实现率情况	15
图 15:	泰康人寿平均分红实现率对应的客户实际分红收益率	15
图 16:	平安聚财宝终身寿险 (万能型) 保单账户运作原理	15
图 17:	近期万能险年结算利率下行趋势 (单位: %)	16
图 18:	截至 2024 年 5 月, 万能险结算利率超过 3.3% 的产品数	16
图 19:	重点公司万能险年结算利率平均值呈下行趋势 (单位: %)	17
图 20:	截至 2024 年 5 月, 重点公司万能险平均结算利率一览 (单位: %)	17
图 21:	重点公司和非重点公司万能险结算利率变化趋势对比 (单位: 左轴%, 右轴 bps)	17
表 1:	新型寿险产品区别辨析	7
表 2:	4 种红利分配方案	8
表 3:	红利实现率的类型及基本概念	10
表 4:	上市险企保单红利的领取方式略有差异	11
表 5:	四家保司分红实现率对比情况	11
表 6:	太平洋人寿 2019 年以来现金分红实现率统计分析	12
表 7:	太平洋人寿 2019 年以来保额分红实现率统计分析	12
表 8:	中国人寿现金分红实现率统计分析	13
表 9:	样本寿险公司分红实现率平均值及对应客户投资收益率水平	18
表 10:	经测算, 上市险企寿险负债成本下行幅度达 42.7bps 高于资产端下行压力	18
表 11:	上市险企估值表 (以 2024 年 7 月 30 日股价计)	19

1. 引言：负债成本测算成为今年寿险行业研究的重要课题之一

1.1. 2023 年以来监管持续引导寿险公司综合负债成本下行

负债成本测算成为今年寿险行业研究的重要课题之一，当前压制保险股估值的核心拖累是潜在“利差损”隐忧。监管引导预定利率下行的决心不变，相较于 2023 年，本轮预定利率下调或大公司先行，各机构节奏显差异，体现为监管引导下的自发机制。具体来看，2024 年 3 月末，金监总局人身险司发布了关于完善评估利率形成机制的指导意见。保险业协会组织 9 家公司参与研究项目分为挂钩机制研究、动态调控及约束机制研究、产品定价及长期可调机制研究三个小组，旨在建立寿险公司评估利率和市场利率的长期动态联动，并以此为基础建立定价利率的可调机制。部分险企为符合公司风险管控要求，于 6 月末正式停售 3.0% 的增额终身寿险，并于 7 月 1 日上市预定利率 2.75% 的增额终身寿险，新产品已经报备成功。2024 年 7 月中旬，监管部门组织老七家开闭门会，商讨预定利率为 3% 的保险产品下架。其中，普通型保险产品的预定利率从 3% 下调至 2.5%，调整期 1 个月。投资型理财产品中，分红险产品的保证利率上限调整为 2%，万能险产品的保证利率上限调整至 1.75%，调整期为 2 个月。

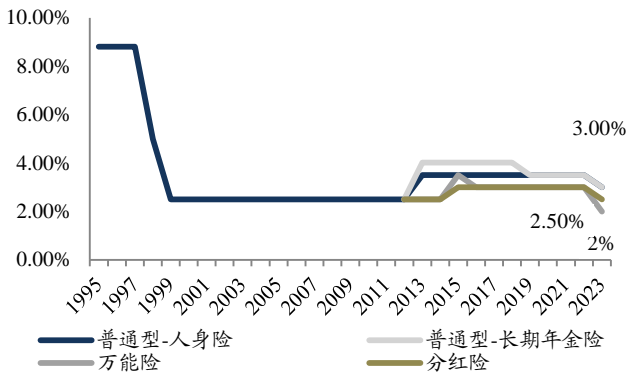
图1：2023 年以来，监管持续引导寿险公司综合负债成本下降



数据来源：银保监会，国家金融监督管理总局，东吴证券研究所

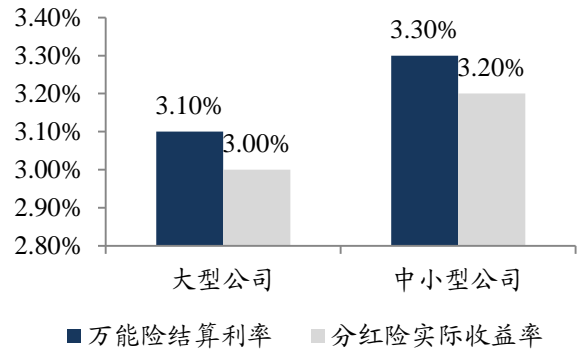
特别需要注意的是，相较于预定利率调整，分红实现率和万能结算利率的上限控制对存量负债成本影响更为显著。监管通过窗口指导对不同体量保险公司进行浮动收益产品的存量负债成本上限进行压降，其中对于中小型/大型公司，万能险结算利率上限分别为 3.3%/3.1%，分红险实际收益率上限分别为 3.2%/3.0%。若该公司能够提供充足的证据表明，公司的投资收益率表现优异，则可不需要主动调降实际收益率。由于该调整类似存量负债“重定价”，相比预定利率调整“不追溯过往保单合同”，对负债成本压降作用较大。

图2: 预定利率上限调整情况一览



数据来源: 原银保监会, 东吴证券研究所

图3: 在监管的窗口指导下分红和万能险客户实际收益率上限调整

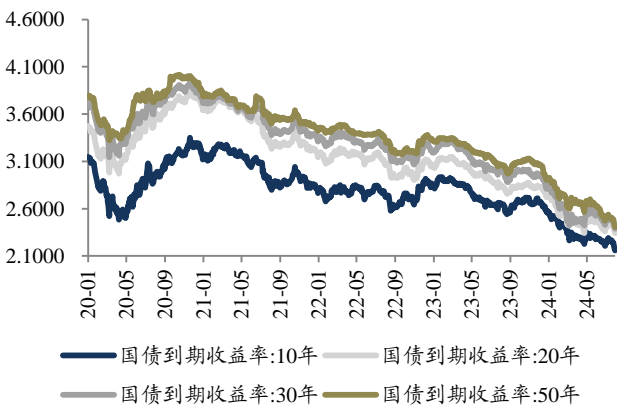


数据来源: 金监总局, 东吴证券研究所

1.2. 长端利率大幅下行及权益市场低位徘徊对险企投资收益达成带来挑战

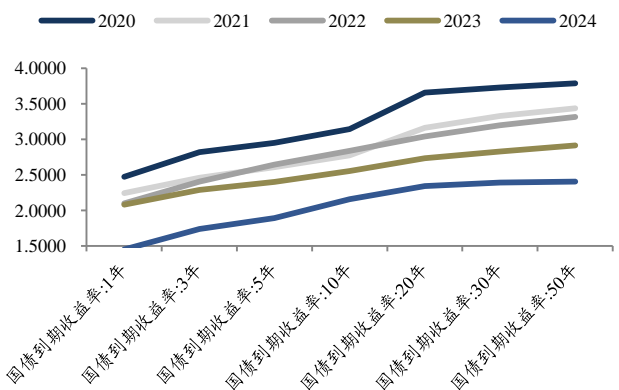
长端利率趋势性下行, 增加险企权益收益增强动力。疫后以十年期国债为代表的长端利率中枢水平整体下行, 从疫情前 3.0% 中枢震荡下行至当前 2.2% 附近, 同时信用风险隐患依然较大。险企如何应对低利率时代的权益战术资产配置是摆在各保险机构首席投资官的重要课题。截止当前 (2024 年 7 月 29 日), 国内 10/20/30/50 年期国债到期收益率分别仅为 2.16%、2.34%、2.39%、2.41%, 而 2023 年末分别为 2.56%、2.73%、2.83% 和 2.91%, 今年以来分别大幅下行 39.8、39.2、43.7 和 50.8bps, 期限利差进一步被压缩, 超长端利率下行压力更大, 利率曲线进一步平坦化, 对保险公司获取当期净投资收益和再配置收益带来挑战。

图4: 长端利率趋势性下行增加权益收益增强压力 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 国内长债利率曲线进一步平坦化 (%)

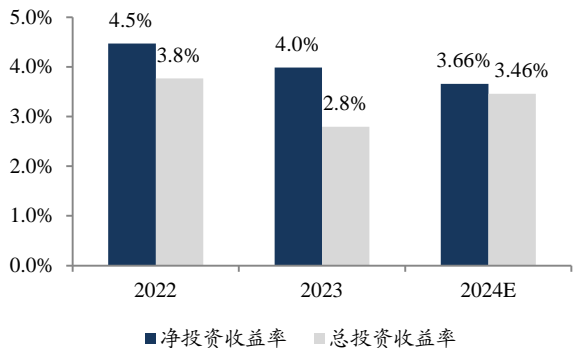


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

近年来各类口径下的投资收益率明显承压。2023 年上市险企平均净投资收益率可比同比下滑 0.5 个 pct. 至 3.99%; 平均总投资收益率可比同比大幅下滑 1.0 个 pct. 至 2.79%; 考虑其他综合收益后的综合投资收益率可比同比上行 0.4 个 pct. 至 3.01%, 主要受上年同期计入其他综合收益的可供出售类金融资产的公允价值变动净额下降基数较低所致。

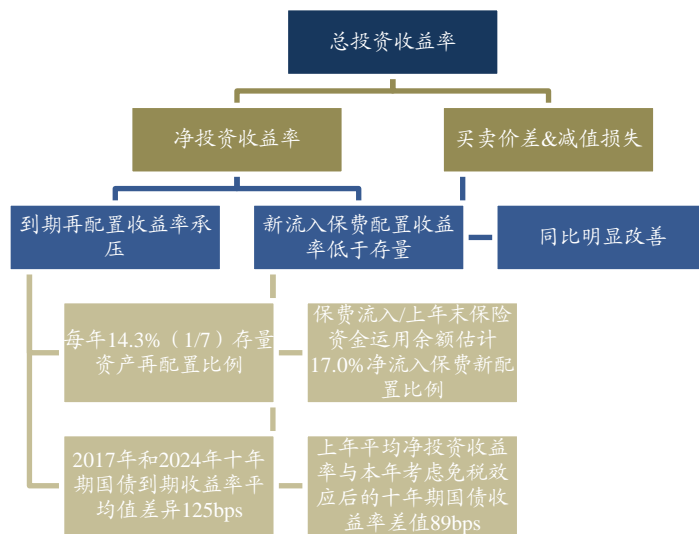
新准则下，我们预计 2024 年上市险企净投资收益率或进一步下行，但得益于权益“红利资产”的结构性行情，总投资收益率或改善。**1.从净投资收益率来看**，2024 年主要压力来自到期再配置收益率承压和新流入保费配置收益率低于存量平均水平。我们假设，1) 根据当前国内险企平均 7 年左右的资产久期假设和 2017 年（平均值为 3.58%）和 2024 年（年初至今平均值约为 2.33%）十年期国债到期收益率平均值差异 125bps 估算，按照每年 14.3%（1/7）存量资产再配置比例，得到到期再配置收益率对 2024 年净投资收益率的负面影响为 18bps; 2) 根据保费流入/上年末保险资金运用余额估计的 17.0% 净流入保费新配置比例和存量和新增配置收益率差（2023 年上市险企平均净投资收益率与 2024 年初至今考虑免税效应后的十年期国债收益率差值）粗略估算，得到新流入保费配置收益率低于存量平均水平对 2024 年净投资收益率的负面影响为 15bps。两者相加后，2024 年上市险企平均净投资收益率预计下行约 33bps 至 3.66%。**2.从总投资收益率来看**，得益于 2024 年权益市场“红利资产”结构性行情以及上年同期权益资产买卖价差亏损导致的低基数效应，总投资收益率或改善，我们在净投资收益率基础上按照 0.2% 的投资资产规模的减值损失比例，得到 2024 年上市险企平均总投资收益率约为 3.46%。

图6：我们预计 2024 年上市险企净投资收益率或进一步下行，但总投资收益率或改善



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图7：利率下行对投资收益率负面影响测算示意图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 大力发展非保证利率产品有助于降低综合负债成本

虽然预定利率下行导致储蓄型业务吸引力略有下降，但分红险占比提升有望缓解人身险公司刚性负债成本压力。所谓新型产品，是相对于传统型产品而言，系指分红保险、万能保险、投资连结保险。具体而言，传统险收益确定。分红险提供保底收益，给予保守定价假设，分红险费率高于传统险，高出部分可视为投保人对产品经营成果的“看涨期权”费。万能险的保险金额可灵活调整，具备保障投资双重属性，作为舶来品，透明的费率计算方法和灵活的缴费方式成为大资管行业下保险与同业竞争重要产品。投连险

的投资账户透明灵活，提供更高收益可能，类似公募基金承担账户净值波动。

表1: 新型寿险产品区别辨析

特点	分红险	万能险	投连险
账户结构	无投资账户	投资账户+保障账户	
缴费灵活度	低	高	
账户透明度	低	中	高
账户流动性	低	高	
利润来源	利差死差费差	投资利差	
收益分配	有最低保证，按年度可分配利润的百分比	取决于投资收益，有最低保证	完全取决于投资收益
风险承担	投保人与被保险人共担		投保人承担

数据来源：魏华林《保险学》，东吴证券研究所整理

新保险合同会计准则下，分红险采用 VFA 法，通过 CSM 的吸收功能有望熨平负债端对报表的波动，有望对上市险企产品策略布局产生积极引导。新保险合同会计准则下，长险分红和万能型产品将采用浮动收费法（具有直接参与分红特征的保险合同所适用的计量模型）进行计量，浮动收费法下，基础项目中归属于公司权益部分的变化和其他金融风险变动将调整合同服务边际（CSM），包括发生率、费用率、退保率等非经济假设、利率变动、权益市场变动、投资成分经验偏差等在内的变化将被 CSM 吸收，有望熨平负债端对报表的波动，有望对上市险企产品策略布局产生积极引导。

2. 分红实现率：概念、提出、现状

2.1. 分红险及保单盈余计算

分红险的相关定义的计算逻辑。所谓分红险，是指保险公司将其实际经营成果产生的盈余，按一定比例向保单持有人进行分配的人身保险产品。分红险的红利，源于死差益、利差益和费差益所产生的可分配盈余，其中主要源于利差。保险公司确定和计算分红险保单红利分配方案，包括可分配盈余的确定和计算过程、保单红利分配比例的确定、分红险特别储备的计提、保单红利分配方案的宣告时间和分配对象等要素。

分红险分红盈余的分配方式。分红保险产品可以采用现金红利方式或增额红利方式分配盈余。现金红利分配方式包括现金领取、抵交保费、累积生息以及购买交清保额等形式。增额红利分配方式指每年以增加保额的方式分配红利，增加的保额作为红利一旦公布，则不得取消。采用增额红利分配方式的保险公司可在合同终止时以现金方式给付终了红利。根据原银保监会 2009 年发布的《关于修订分红保险专题财务报告编报规则的通知》，红利分配方案的制定，大致有四种方法。

表2: 4种红利分配方案

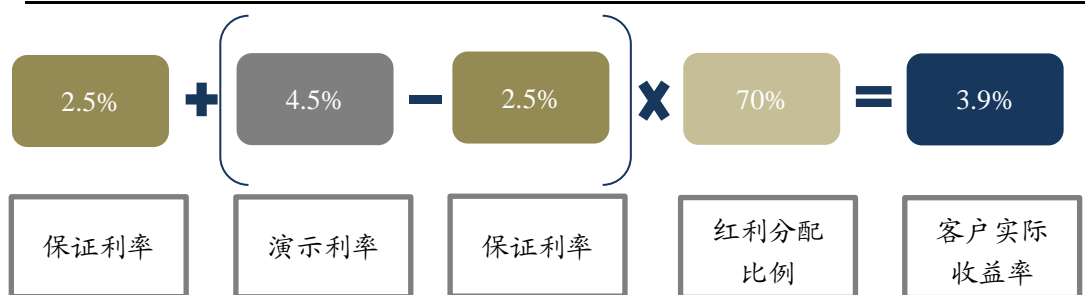
方法	根据	过程
法 1	销售分红险时宣传的保单红利演示水平	确定向保户分配的“三差”分配因子, 计算红利分配额和总额, 并倒算出向公司分配的保单红利总额以及总的可分配盈余。
法 2	同期市场上同业的保单红利分配水平	确定自己的保单红利分配水平和分配比率, 以分红保险期末责任准备金数额为基础, 计算向保户分配的红利数额。
法 3	资产负债匹配方法	先确定一个反映公司未来展望及客户理性预期的“基础方案”(一般为“中等”档的演示红利), 以后年度在基础方案上调整确定当年的大致水平。评估不同比例水平下的资产和负债, 保证资产略大于负债且分红水平平稳, 最终确定当年的分红方案。
法 4	红利利源分析结果	计算当年“三差”等实际盈余, 综合考虑过去和未来的保单红利分配水平, 计提分红险特别储备, 确定实际可分配盈余, 再确定向保户和公司的分配比例, 计算相应的保单红利数额。

数据来源: 原银保监会, 东吴证券研究所

原银保监会关于保单盈余的相关规定。原银保监会于 2015 年 9 月印发的《分红保险精算规定》(保监发〔2015〕93 号, 下文均用《规定》说明)中对于保单盈余的相关规定是指保险公司应在分红产品的产品说明书中明确其红利来源,并依据红利来源确定分红保险账户中权益共同属于保单持有人和股东双方的盈余。保险公司在确定上述盈余时应采用本规定第六部分规定的责任准备金或产品的毛保费定价基础准备金。同一分红保险账户所采用的准备金基础应具有一致性, 一经确立, 不得随意变更。同时, 对于上述盈余, 保险公司应根据自身实际, 采用盈余计算与分配表中某一张报表的方法和口径进行计算。方法一经确立, 不得随意变更, 并需披露盈余计算方法。

另外,《规定》中还提出保险公司应对分红保险账户提取分红保险特别储备。其中, 分红保险特别储备是分红保险账户逐年累积的, 其权益共同属于保单持有人和股东双方, 用于平滑未来的分红水平。分红账户的分红保险特别储备等于该账户共同属于保单持有人和股东双方的盈余的累积值减去该账户已分配盈余的累积值。

图8: 客户实际收益率演示公式 (假设按照 100%的分红实现率)



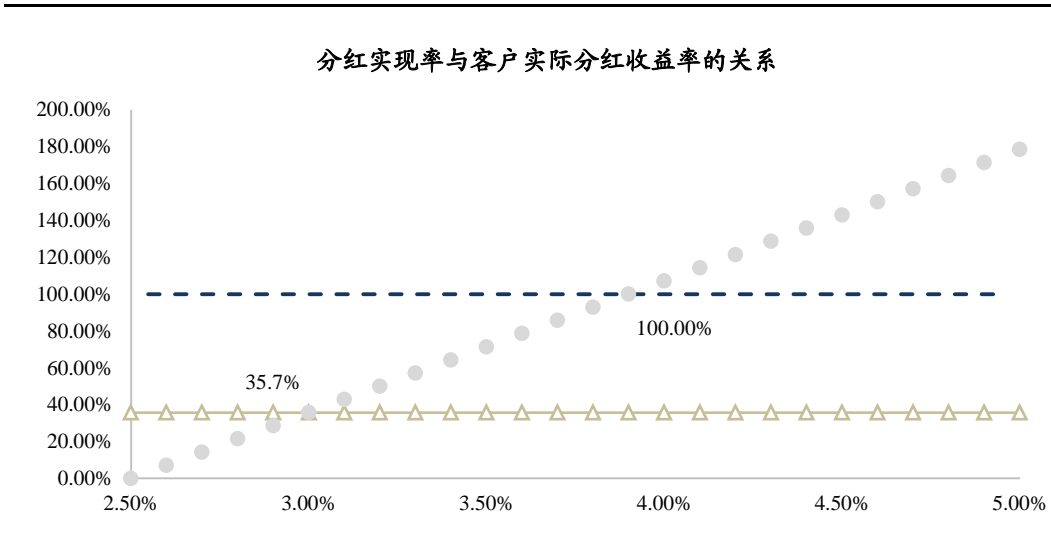
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所, 原银保监会

4.5%的演示利率对应客户的实际收益率约为 3.9%。我们按照分红险 4.5%的演示利率计算, 提供给客户的利差分红 $(4.5\% - 2.5\%) \times 70\% = 1.4\%$, 再加上保证利率为 2.5%, 客户实际收益率能达到 3.9%的水平。根据下图在分红实现率为 0%-180%时对应的客户

实际分红收益率的演示结果,得出在分红实现率为 100%时,客户实际分红收益率为 3.9%。

若根据前述大型险企压降后的分红险实际收益率 3.0%为例,反推分红险的分红实现率。预定利率为 2.5%为保证部分,浮动收益率为 0.5%。分红险中档预期演示的收益率为“4.5%减去产品的预定利率,再乘以 70%盈余分配”,即 $(4.5\% - 2.5\%) \times 70\%$, 等于 1.4%,由此我们得出, $0.5\% \div 1.4\% = 35.7\%$,即监管窗口指导的分红实现率,是在 35%左右的水平。由于分红险产品还存在扣费以及分红平滑等因素,且不同分红险提供的保证、浮动收益也有差异,最终结果也会略有差异。

图9: 客户实际收益率 2.5%-5%的分红实现率分布



数据来源: 原银保监会, 东吴证券研究所

2.2. 分红实现率: 概念及提出

分红实现率是衡量分红保险实际分红水平与预期分红水平之间差异的指标。分红实现率用于评估保险公司对客户承诺的分红实现程度。原银保监会于 2022 年 12 月发布的《关于印发一年期以上人身保险产品信息披露规则的通知》中第十条明确要求:“保险公司应当于每年分红方案宣告后 15 个工作日内,在公司官方网站上披露该分红期间下各分红型保险产品的红利实现率”。现金红利实现率基于产品整体计算,其计算公式为:实际派发的利差红利/红利利益演示的利差红利。其中红利利益演示的利差红利因子= (演示利率-预定利率)*红利分配比例,其中演示利率为 4.5%,红利分配比例为销售时演示所用比例且不低于 70%。按照实际派发的红利金额,主要包含死差红利和利差红利,历史产品销售时利益演示的利差红利所使用的演示利率可能不同于 4.5%。

公司根据分红保险的业务经营状况,每年确定实际派发的红利,未来派发的红利及红利实现率是不确定的。红利实现率可作为过往保单红利的参考,过往的保单红利并不代表公司对未来经营业绩的预期。实际保单红利根据本公司分红保险业务未来实际经营状况确定,保单红利是不保证的。分红产品的利益演示反映对长期市场经济环境的预期。实际分红水平受当前市场经济环境变化及波动影响,可能与利益演示不同,红利实现率可能高于或低于 100%。本章节,我们选取了中国人寿、平安人寿、太平洋人寿和泰康

人寿四家已披露最新一期分红实现率的头部险企为例，进行样本分析。

表3: 红利实现率的类型及基本概念

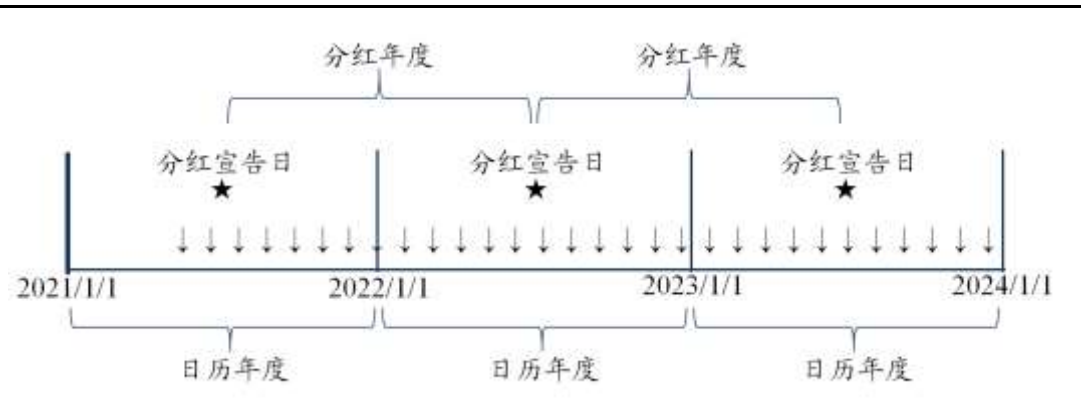
类型	基本概念
现金红利实现率	实际派发的现金红利金额/红利利益演示的现金红利金额
增额红利实现率	实际派发的红利保额/红利利益演示的红利保额
终了红利实现率	实际派发的终了红利金额/红利利益演示的终了红利金额

数据来源：原银保监会，东吴证券研究所

2.3. 两种机制下的红利派发特征：保单年预发放 VS 年终统一派发

保单年预发放即在保单年度开始时，根据上一年度的红利水平预先分配一定的比例给投保人，此种红利派发方式允许投保人较早地享受到红利收益，通常预发放的红利会在年终结算时根据实际经营情况进行调整。样本寿险公司中，平安、太平洋人寿和泰康人寿采用预发放机制，当确定保单有红利时，客户可以在保单周年日根据最近一期披露的分红实现率获得红利。这种红利派发机制对于投保人而言可以较早获得现金流，增加资金使用的灵活性，但是对于公司经营而言，如果公司实际经营未达到预期，可能会增加公司的财务压力。

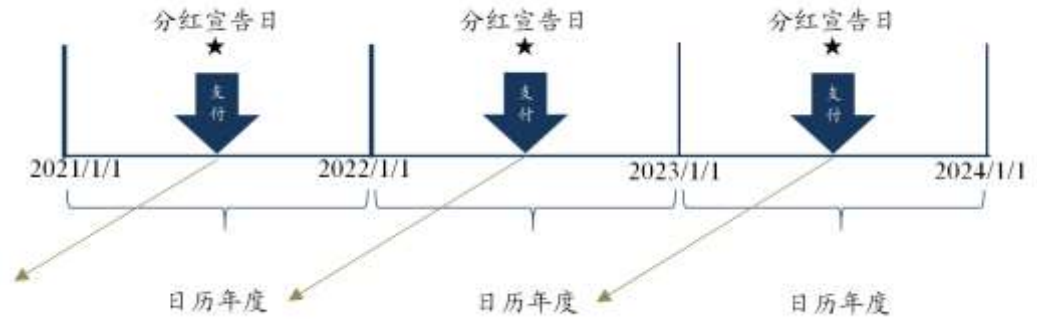
图10: 保单年预发放红利示意图



数据来源：东吴证券研究所；注：↓代表支付保单周年红利

年终统一派发即在保单年度中期或年末，根据公司的实际经营情况统一派发红利，此种红利派发方式使得投保人获得的红利金额更加确定。样本寿险公司中国寿采用年终统一派发红利的机制，公司每年根据上一会计年度分红保险业务的实际经营状况确定红利分配方案。这种红利派发机制对于投保人而言红利金额更为确定，但享受到红利收益的时间较晚，客户手中资金的流动性较低，但是对于公司而言，能够减少预发放带来的财务压力，增强公司经营的稳定性和灵活性。

图11: 年终统一派发红利示意图



数据来源: 东吴证券研究所绘制

表4: 上市险企保单红利的领取方式略有差异

方案	公司名称	红利的确定
保单年预发放	平安人寿	若我们确定本合同有红利分配, 则该红利将于保单周年日分配给您, 会向您寄送每个保单年度的分红报告, 告知您分红的具体情况。
	太保人寿	本合同保单红利派发日期为合同生效日对应日。本合同保险期间届满时, 当年度的保单红利在保险期间届满时派发。在本合同有效期内, 我们每年根据分红保险业务的实际经营状况确定红利分配方案。
年终统一派发	中国人寿	在本合同保险期间内, 本公司每年根据上一会计年度分红保险业务的实际经营状况确定红利分配方案。如果本公司确定本合同有红利分配, 则该红利将分配给投保人。
	新华保险	我们每年对上一年度分红保险业务进行核算, 如确定有红利分配, 则根据分红保险业务的实际经营状况, 确定分红水平并进行红利分配。

数据来源: 东吴证券研究所, 公司官网

表5: 四家保司分红实现率对比情况

公司名称	已披露分红险产品数量与类型	红利实现水平	低于100%产品数	平均值	低于100%产品数占比	披露分红年度
中国人寿	105 款产品, 现金分红	现金分红红利实现率为 25%~60%, 最近 10 年累计分红实现率为 54%~139%, 一半产品在 100% 以上, 1 款 364%	98	现金分红: 35%	93.30%	2013-2023
平安人寿	29 款产品, 现金分红	现金分红红利实现率为 20%~57.1%	29	现金分红: 36.44%	100%	2013-2024
太保人寿	100 款产品, 含现金分红和保额分红	现金分红红利实现率为 40%~84%, 保额分红实现率 70%, 终了红利分红实现率 36%~96%	100	现金分红: 47.80% 增额红利: 70%; 终了红利: 55.8%	100%	2018-2024
泰康人寿	31 款产品, 现金分红	2018 年 6 月后生效的, 长寿分红账户实现率 350%, 个人分红账户实现率 36%	31	长寿分红账户: 50% 个人分红账户: 36%	100%	2018-2024

数据来源：东吴证券研究所；注：泰康人寿产品上市年代较晚，其红利演示与 2018 年 6 月 30（不含）之后销售的产品存在差异，使得红利实现率计算结果也有较明显的不同。但红利演示的差异，不影响客户实际享有的红利。平安人寿产品选取范围为在 2018 年 5 月 31 日之后生效的产品。

2.4. 太平洋人寿分红实现率：保额分红实现率高于现金分红

我们选取的样本寿险公司中，太平洋人寿根据现金分红和保额分红（具体分为增额红利和终了红利）分开披露分红实现率。具体来看，其中 80 款现金红利型产品中，所有产品的分红比例均没有达到 100%，分红实现率的平均值为 48%，中位数、众数和最小值均为 40%，最大值为 84.0%，对应产品为太平盛世康健一生重大疾病保险(分红型)。

太平洋人寿保额分红实现率略高于现金分红实现率达成。具体来看，太平洋人寿的 20 款增额红利型产品中，分红实现率的平均值、中位数、众数、最大值最小值均为 70%，2019 年至 2023 年均为 100%。终了红利平均值为 56%，中位数为 47%，众数为 44%，最大值为 96%，对应产品为金泰人生(A 款)终身寿险(分红型)2010 年 4 月 14 日之前，最小值为 36%，对应产品为传家宝终身寿险(分红型)2018 年 7 月 1 日之前。

表6: 太平洋人寿 2019 年以来现金分红实现率统计分析

现金红利实现率	2024 年	2023 年	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年
平均值	48%	87%	95%	101%	101%	93%
中位数	40%	74%	81%	88%	88%	81%
众数	40%	74%	81%	88%	88%	81%
最大值	84.0%	151.0%	166.0%	127.0%	127.0%	131.0%
最小值	40.0%	73.0%	78.0%	84.0%	84.0%	78.0%
分红实现率小于 100% 产品占比	100.0%	61.3%	61.3%	62.6%	62.6%	64.0%

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

表7: 太平洋人寿 2019 年以来保额分红实现率统计分析

增额红利实现率	2024 年	2023 年	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年
平均值	70%	100%	100%	100%	100%	100%
中位数	70%	100%	100%	100%	100%	100%
众数	70%	100%	100%	100%	100%	100%
最大值	70%	100%	100%	100%	100%	100%
最小值	70%	100%	100%	100%	100%	100%
分红实现率小于 100% 产品占比	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
终了红利实现率	2024 年	2023 年	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年
平均值	56%	74%	88%	95%	81%	81%
中位数	47%	63%	76%	82%	69%	69%
众数	44%	58%	70%	75%	65%	65%
最大值	96%	128%	153%	167%	140%	140%
最小值	36%	48%	66%	72%	61%	61%
分红实现率小于 100% 产品占比	100.0%	81.5%	77.8%	77.8%	77.8%	77.8%

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.5. 中国人寿分红实现率：一款产品分红实现率达 100%，主动披露 2013 年起累计红利实现率

中国人寿于 2024 年 7 月下旬披露 2023 年度分红实现。公司采用前述年终统一派发分红模式，产品红利实现率每年公布，并强调当期实现率不代表未来分红水平。根据公司官网，分红产品某分红年度红利实现率=该产品该分红年度实际派发的红利金额/该产品该分红年度利益演示的红利金额。同时公司主动披露各个产品自 2013 年起累计红利实现率，也即该产品自 2013 年起（2013 年至 2023 年）累计实际派发的红利金额/该产品自 2013 年起（2013 年至 2023 年）累计利益演示的红利金额。

中国人寿在样本公司中存在唯一一款逾 100% 现金分红实现率产品，但平均数低于其他样本公司。具体来看，中国人寿的分红产品中，分红实现率的平均值为 35%，中位数为 31%，众数为 25%，最大值为 130%，对应产品为国寿财富传家终身寿险(分红型)(已停售)，最小值为 25%。最近十年累计红利实现率的平均值为 95%，中位数为 85%，众数为 76%，最大值为 364%，对应产品为国寿财富传家终身寿险(分红型)(已停售)，最小值为 53%，对应产品为国寿鑫裕呈祥年金保险(分红型)。

表8：中国人寿现金分红实现率统计分析

现金分红实现率统计	2023		2022	
	红利实现率	最近十年 累计红利实现率	红利实现率	最近十年 累计红利实现率
平均值	35%	95%	68%	106%
中位数	31%	85%	61%	100%
众数	25%	76%	53%	85%
最大值	130%	364%	211%	476%
最小值	25%	53%	53%	72%
分红实现率小于 100% 产品占比	99.0%	60.0%	99.0%	48.6%

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.6. 平安人寿分红实现率：同一保单生效区间内绝大多数产品保持一致

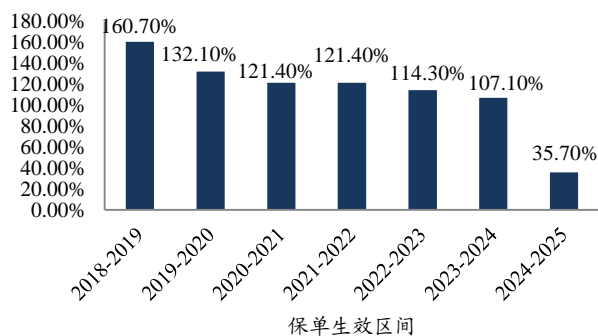
平安主动披露旗下分红险产品 2015 年保单年以来的实现率情况。平安人寿披露的各产品的分红实现率的分红结算方案的适用期限是跨年度的，与其他同业不同的是，公司上一年度的分红实现率适用于当年的 6 月 1 日到次年 5 月 31 日期间达到保单周年日的保单。平安主要披露其 2000 年起销售的分红保险产品的红利实现率，红利实现率自 2014 年 6 月 1 日起，按照红利分配期间逐年列示。本文根据原银保监会的相关通知选择平安人寿 2018 年保单年后的保单。¹

平安同一保单生效区间内绝大多数产品分红实现率保持一致。平安人寿披露的分红实现率中，只有平安附加增财宝年金保险(分红型)的分红实现率为 57.10%，其余产品的

¹原保监会于 2018 年 5 月发布《中国银行保险监督管理委员会办公厅关于组织开展人身保险产品专项核查清理工作的通知》(19 号文)中明确对“分红险利益演示”进行明确规范(分红型产品分红演示中使用的股东、消费者之间分红比例，给予消费者的比例高

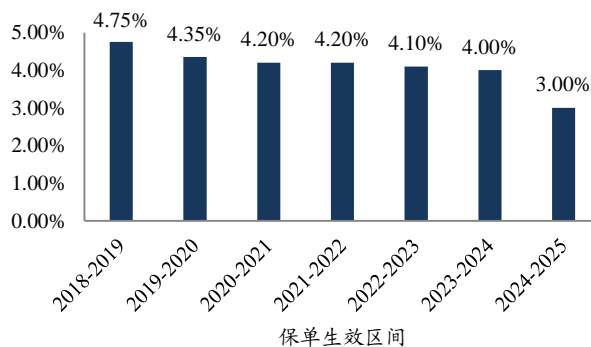
分红实现率均为 35.70%。我们统计了平安人寿 2018 年 5 月 31 日后生效的 29 款分红保险产品。经估算，平安人寿分红险客户实际分红收益率从 2023-2024 保单周年的 4.0% 下降至 2024-2025 保单周年的 3.0%。

图12：平安人寿 2018 年以来分红实现率水平



数据来源：公司公告，东吴证券研究所，由于平安同一保单生效区间内绝大多数产品分红实现率保持一致，我们采用中位数进行对比

图13：平安人寿 2018 年以来分红实现率对应的客户实际收益率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所；实际收益率=（演示利率-预定利率）*红利分配比例*分红实现率+预定利率

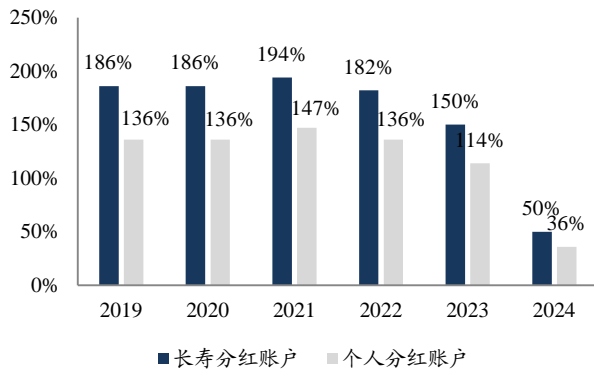
2.7. 泰康人寿分红实现率：根据缴费额差异化区分长寿账户和个人账户

泰康人寿的红利实现率主要是根据《关于印发一年期以上人身保险产品信息披露规则的通知》要求计算。公司分红年度为当年 7 月 1 日至次年 6 月 30 日，采用前述保单年预发放分红机制。我们统计了泰康人寿 2018 保单年后的 31 款分红保险产品²，其中 29 款产品区分了长寿分红账户与个人分红账户，只有 2 款（泰康保盈两全保险（分红型）、泰康乐福 2018 两全保险（分红型））没有区分。2019 年至 2024 年泰康长寿分红账户和个人分红账户的分红实现率及对应投资收益率均呈下降趋势，2024 年降幅加速。

泰康分红险的账户分为长寿分红账户和个人分红账户，对应的保单为贵宾保单和尊享保单两种。其原因在于泰康的分红险客户区分为普客与高客，普客一般指单张总保费低于 200 万的客户，其保单为贵宾保单，分红险进入个人分红账户；单张超过 200 万保费的符合对接《泰康人寿保险客户入住养老社区确认函》的标准，则该张保单为尊享保单，其分红型保险产品进入长寿分红账户。

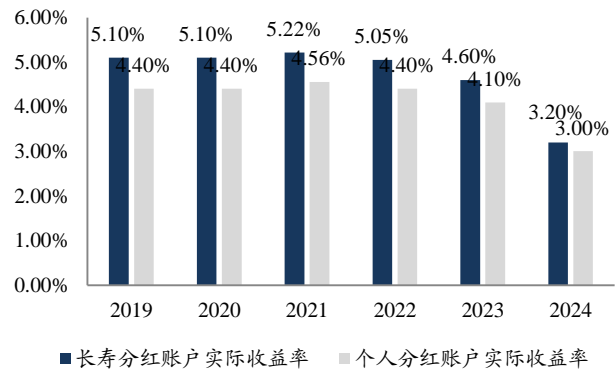
²说明：泰康人寿共有 110 款分红产品，其中 79 款产品上市年代较早，其红利演示与 2018 年 6 月 30 日（不含）之后销售的产品存在差异，使得红利实现率计算结果也有较明显的不同。但红利演示的差异，不影响客户实际享有的红利。

图14: 泰康人寿分红账户的分红实现率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图15: 泰康人寿平均分红实现率对应的客户实际分红收益率



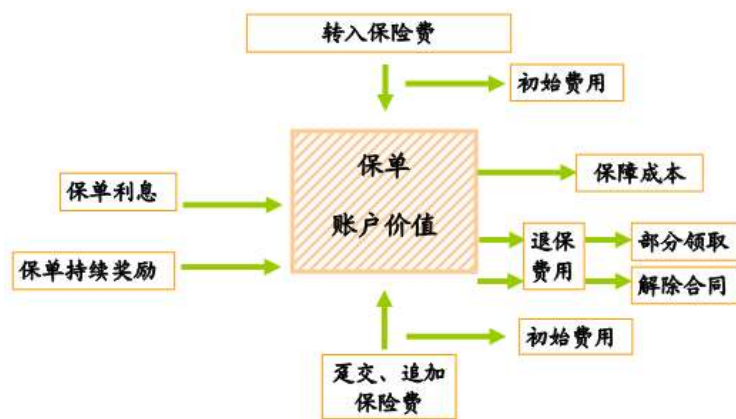
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所; 实际收益率= (演示利率-预定利率)*红利分配比例*分红实现率+预定利率

3. 万能险结算利率下调, 头部险企降幅显著高于行业平均水平

3.1. 结算利率和产品概览

万能险是一款兼具保险保障和投资增值的综合保险产品, 结算利率体现了保单账户的投资累计功能。万能险的保险金额可灵活调整, 具备保障投资双重属性, 作为舶来品, 透明的费率计算方法和灵活的缴费方式成为大资管行业下保险与同业竞争重要产品。万能险保险合同中会约定最低利率, 也就是保证利率, 结算利率不低于保证利率, 但结算利率超过最低保证利率的部分是不确定的。

图16: 平安聚财宝终身寿险(万能型)保单账户运作原理



数据来源: 平安人寿万能险产品说明书, 东吴证券研究所

以平安聚财宝终身寿险(万能型)为例展示万能险保单账户运作原理。如上图所示, 保单账户价值随着扣除初始费用后的保险费、保单持续奖励、保单利息计入保单账户而增加; 随着保障成本的收取、本主险保单账户价值的部分领取及相应退保费用的收取而

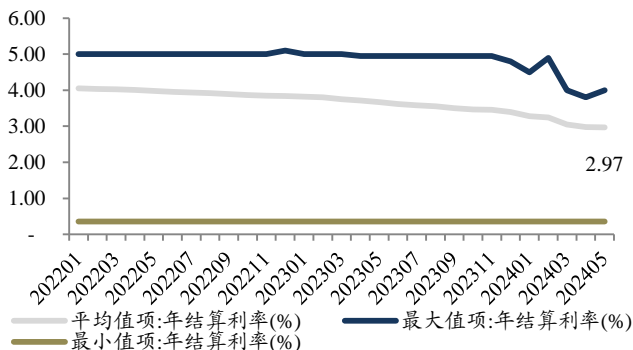
减少。该产品的主要特色有：1) 账户资金按月结算：趸交保险费、追加保险费或转入保险费均可进入聚财宝 20 保单账户，扣除初始费用按月享受结算利息。2) 结算保底：聚财宝 20 保单账户年化保证利率 1.75%，如果结算利率高于保证利率，将按实际结算利率结算给付。3) 灵活领取：聚财宝 20 保单账户拥有灵活的领取功能，在保单犹豫期后投保人可随时申请部分领取保单账户价值。

3.2. 当前结算利率现状：4Q23 后快速下行

万能险结算利率下调有助于压降全年负债成本。根据 Wind 统计，2024 年 5 月单月全行业共计 1674 款万能险年结算利率平均值为 2.97%，相较 2023 年 5 月平均值(3.67%) 下降 70bps；2024 年 1 月至 5 月万能险年结算利率平均值为 3.10%。而 2023 年全年平均值平均为 3.61%，下降 51bps。我们预计全行业 2024 年全年平均万能险结算利率为 3.0%，同比下降约 61bps。

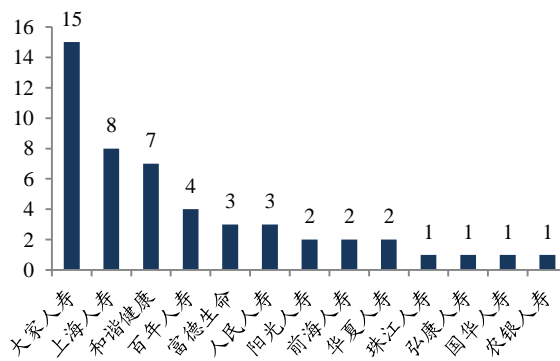
当前较高的万能险结算利率产品主要集中在部分问题险企。截至 2024 年 5 月，万能险结算利率超过 3.3% 的产品数共计 50 款，除农银人寿的农银宝一号两全保险(万能型) 为 4.0% 外，其余产品的结算利率都为 3.5%，包括大家人寿(15 款)、上海人寿(8 款)、和谐健康(7 款) 等。具体来看，大家人寿结算利率超过 3.3% 的产品主要包括：安邦盛世系列、安邦长寿添利系列、安邦东风系列等。

图17: 近期万能险年结算利率下行趋势 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: 截至 2024 年 5 月, 万能险结算利率超过 3.3% 的产品数

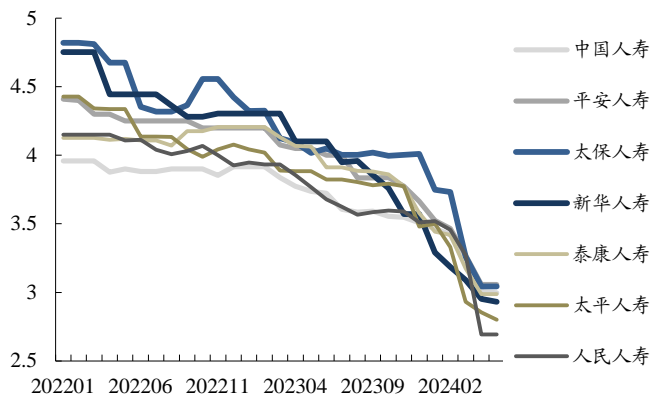


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.3. 头部险企万能险结算利率现状

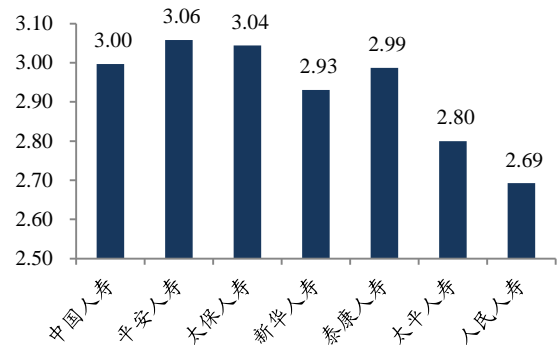
老七家中平安万能险平均结算利率最高, 人民人寿最低, 近一年新华同比降幅最大。2024 年 5 月国寿、平安、太保、新华、泰康、太平和人民人寿的万能险年结算利率平均值分别为 3.00%、3.06%、3.04%、2.93%、2.99%、2.80% 和 2.69%，相较 2023 年 5 月平均值分别下降 74bps、99bps、97bps、117bps、108bps、108bps 和 107bps。整体来看，头部公司主动控制万能险结算利率的平均水平的最高值上限，起到了行业表率作用，积极发挥头雁效应。

图19: 重点公司万能险年结算利率平均值呈下行趋势 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

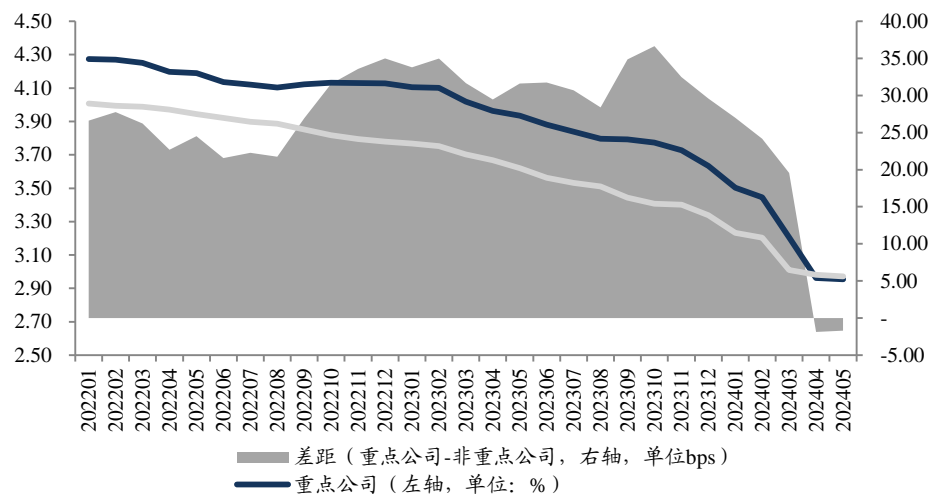
图20: 截至 2024 年 5 月, 重点公司万能险平均结算利率一览 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2024 年年初以来重点公司和非重点公司平均万能险结算利率降幅均较为明显。重点公司平均万能险结算利率从 2024 年 1 月的 3.50% 下降至 2024 年 5 月的 2.93%; 非重点公司平均万能险结算利率从 2024 年 1 月的 3.27% 下降至 2024 年 5 月的 2.98%。此前头部险企虽然不通过畸高的万能险结算利率吸引客户, 但整体平均结算利率水平得益于更完善的投资研究和资产负债管理能力仍优于行业, 2023 年 10 月, 重点公司平均万能险结算利率高于非重点公司约 36.6bps, 但此后逐月收窄降低, 2024 年 5 月, 这一差值约为 -1.70bps, 体现了头部公司积极响应监管的号召, 主动降低综合负债成本。我们预计头部重点公司 2024 年全年平均万能险结算利率为 3.0%, 同比下降约 88bps。

图21: 重点公司和非重点公司万能险结算利率变化趋势对比 (单位: 左轴%, 右轴 bps)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 重点公司包括中国人寿、平安人寿、太保人寿、新华人寿、泰康人寿、太平人寿、人民人寿

4. 主要结论与投资建议

4.1. 主要结论：寿险负债成本下行幅度或大于资产收益率压力

我们测算估计下上市险企寿险负债成本下行幅度达 42.7bps 高于资产端下行压力。

- **1. 从传统险来看**，根据当前国内险企平均 13 年左右的负债久期假设和 50bps 年化传统险预定利率下降幅度估算，按照每年 7.7%（1/13）存量资产再配置比例，按照 50%传统险业务占比得到影响幅度为 1.9bps；
- **2. 从分红险来看**，样本寿险公司红利算术平均值从 2023 年的 93.8% 下降至 38.7%，对应投资收益率下降从 3.8% 下降至 3.0%，按照 30%分红险业务占比和存量全部重定价年化得到影响幅度为 23.2bps；
- **3. 从万能险来看**，前文我们预计头部重点公司 2024 年全年平均万能险结算利率为 3.0%，同比下降约 88bps，按照 20%万能险业务占比和存量全部重定价年化得到影响幅度为 17.6bps。

表9：样本寿险公司分红实现率平均值及对应客户投资收益率水平

	现金红利实现率		对应投资收益率	
	2024	2023	2024	2023
平均数				
中国人寿	35.4%	67.7%	3.0%	3.4%
平安人寿	35.7%	107.1%	3.0%	4.0%
太保人寿	47.8%	86.5%	3.2%	3.7%
泰康人寿（个人分红账户）	36.0%	114.0%	3.0%	4.1%
算术平均值	38.7%	93.8%	3.0%	3.8%

数据来源：公司官网，东吴证券研究所；此处指日历年

表10：经测算，上市险企寿险负债成本下行幅度达 42.7bps 高于资产端下行压力

负债端	险种占比	影响占比	基点 bps	最终影响 bps
传统险预定利率下降	50%	7.7%	50.0	1.9
分红险红利实现率下降	30%	100%	77.2	23.2
万能险结算利率下降	20%	100%	88.0	17.6
	合计值			42.7

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4.2. 投资建议：买入“红利影子股”

我们认为保险股具备“红利影子股”的特征。从业绩来看，险资权益投资主要集中在低估值高股息板块，年初至今权益市场结构性行情有助于上市险企业绩释放。从估值来看，长端利率虽然持续下行压制板块估值，但央行持续表态长端利率过低，底部基本探明，首推中国太保，其次推荐中国人寿、新华保险和中国平安。

4.3. 风险提示

1) 万能险结算利率和红利实现率下降使得产品吸引力下降销售难度增加。负债成本测算成为今年寿险行业研究的重要课题之一，监管持续引导包括预定利率、万能险结算利率和红利实现率的有序降低，但也将使得产品吸引力下降。一方面长期险费率上行、储蓄型产品内部收益率（IRR）下降，另一方面，若竞品收益率表现坚挺，均会一定程度上增加产品销售难度。

2) 寿险业转型持续低于预期。近年来头部寿险公司积极实施寿险转型。若出现存量队伍质态优化不及预期，新增优增队伍入口迟迟无法打开局面，进而使得寿险业务新单和价值增长持续低迷。

3) 宏观经济复苏低于预期。长端利率趋势性下行将进一步侵蚀保险公司投资收益，进而造成利差损对估值与业绩的双杀。

表11: 上市险企估值表（以 2024 年 7 月 30 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	41.33	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	30.94	44.60	48.64	52.97	57.61	中国人寿	0.69	0.64	0.58	0.54
601601.SH	中国太保	28.44	55.04	58.65	63.01	67.15	中国太保	0.52	0.48	0.45	0.42
601336.SH	新华保险	30.69	80.29	88.47	97.14	106.58	新华保险	0.38	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	41.33	5.01	7.09	7.64	8.04	中国平安	8.25	5.83	5.41	5.14
601628.SH	中国人寿	30.94	0.75	1.11	1.36	1.50	中国人寿	41.43	27.80	22.75	20.65
601601.SH	中国太保	28.44	2.83	3.15	3.90	4.46	中国太保	10.04	9.02	7.28	6.37
601336.SH	新华保险	30.69	2.79	3.50	3.99	4.25	新华保险	10.99	8.77	7.69	7.23

			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	41.33	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	30.94	16.28	17.28	18.39	19.57	中国人寿	1.90	1.79	1.68	1.58
601601.SH	中国太保	28.44	25.94	28.14	30.96	34.04	中国太保	1.10	1.01	0.92	0.84
601336.SH	新华保险	30.69	33.68	36.59	39.81	43.15	新华保险	0.91	0.84	0.77	0.71

			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	10.02	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=0.9283 元人民币汇率计算, 数据更新至 2024 年 7 月 30 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>