

超配（维持）

寿险 NBVM 提振 NBV 增长，资产端为估值修复的关键

保险业深度报告

2024 年 8 月 29 日

## 投资要点：

分析师：吴晓彤

SAC 执业证书编号：

S0340524070001

电话：0769-22119430

邮箱：

wuxiaotong@dgzq.com.cn

■ **寿险将继续延续景气增长。**预计在“报行合一”以及下调预定利率的背景下，险企有效控制渠道费用率，减轻成本压力，叠加产品结构优化与代理人产能提升将直接带动NBVM的提升，助推NBV延续增长态势。在低利率环境下，分红险的“保底+分红”价值更加凸显，各寿险公司主打产品或将逐步从增额终身寿险切换为分红险，有利于险企更好地应对利率下行周期资产配置的压力和投资收益波动，对分散部分利差损风险也有积极意义。

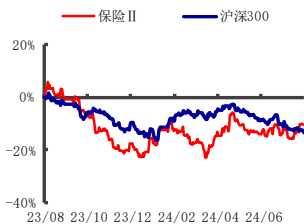
■ **产险中非车险或成新动能。**非车险市场包含健康险、农险、责任险等众多种类，其潜在客户群体从个人到企业更为广泛，经济发展与创新动能也将带动非车险市场发展，具备更大的发展潜力与空间。2023年行业非车险保费占比创历史新高，其中责任险、农业险与健康险原保费收入每年均以超10%的增速稳健增长，规模均超千亿，市场份额较大，此外，各级政府正在加快推进责任险、农险等险种的立法与鼓励政策，非车险或将成为财险行业发展的新动能。

■ **投资或成估值修复关键要素。**今年权益市场经历了较大波动，但低基数效应下今年权益市场对投资端的拖累或有所减轻，并且在债牛行情下，债券浮盈助推保险资金综合收益率有所提升，在一定程度上缓解了险企投资端的压力。除此以外，在新金融工具准则下，保险公司更倾向于配置波动率较小、分红稳定且估值合理的资产，并将其计入FVOCI中，分红计入利润表，稳定盈利、分红率高的高股息资产持续获得险资的青睐。尽管今年以来A股持续在低位震荡，但高股息类股票走势一枝独秀，尤其是银行板块年初至今涨幅接近20%，2024年全年上市险企投资收益对业绩的拖累或将有所减轻。

■ **投资策略：给予行业“超配”评级。**展望2024年全年，负债端难成拖累，未来估值修复的轨迹，核心仍聚焦于资产端的修复情况与增长潜力，重点关注长端利率与权益市场的表现。给予行业“超配”评级。个股建议关注NBV增速、财险保费增速领先的中国太保（601601），率先进行寿险改革、渠道转型的中国平安（601318），寿险业务稳健的中国人寿（601628），资产端弹性较大、估值较低的新华保险（601336）。

■ **风险提示：**代理人流失超预期、产能提升不及预期、银保渠道发展不及预期导致保费增速下滑的风险；长端利率快速下行导致资产端投资收益率超预期下滑的风险；监管政策持续收紧导致新保单销售难度加大的风险。

## 保险（申万）指数走势



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

## 目录

1、行情复盘：年初至今 A 股险企实现全线上涨	4
2、负债端：延续景气增长	5
2.1 寿险：NBVM 提升，低利率环境下分红险“保底+分红”价值凸显	5
2.1.1 预计 2024 年全年 NBVM 提振 NBV 增长	5
2.1.2 预定利率再次下调，分红险价值更凸显	8
2.2 财险：车险稳增，非车险增长分化	10
3、资产端：估值修复的关键	14
3.1 投资收益承压是目前压制估值的最主要因素	14
3.2 2024 全年投资收益对业绩拖累或有所减轻	16
4、投资策略	18
5、风险提示	19

## 插图目录

图 1：2024 年 1-7 月 A 股险企涨跌幅 (%)	4
图 2：保险指数 2024 年 1-7 月行情复盘 (%)	5
图 3：上市险企寿险保费单月同比增速 (%)	7
图 4：上市险企寿险保费累计同比增速 (%)	7
图 5：上市险企寿险新单保费同比增速 (%)	7
图 6：上市险企新单保费各渠道保费增长率 (%)	7
图 7：平安和太保寿险 NBVM (%)	8
图 8：2024Q1 上市险企 NBV 增速 (%)	8
图 9：平安人寿“御享金越”分红型终身寿险	9
图 10：中国太保“长情相伴”分红型终身寿险	9
图 11：人保寿险按险种列示的原保险保费收入 (百万元, %)	10
图 12：人保寿险原保险保费收入前五位的保险产品经营情况 (百万元)	10
图 13：财险保费收入增速 (%)	10
图 14：2024H1 上市险企财险增速 (%)	10
图 15：全国汽车保有量 (亿辆, %)	11
图 16：新能源汽车渗透率 (%)	11
图 17：非车险原保险保费收入增长情况 (亿元, %)	12
图 18：A 股险企非车险占比 (%)	12
图 19：人保 2024H1 财险结构 (百万元, %)	12
图 20：行业非车险保费占比 (%)	13
图 21：责任险、农业险、健康险保费规模 (亿元)	13
图 22：上市险企综合成本率 (%)	14
图 23：上市险企综合赔付率 (%)	14
图 24：保险业财险赔付率 (%)	14
图 25：2024 年月度财险累计赔付对比图 (亿元)	14
图 26：保险板块过去 10 年行情复盘 (%)	15
图 27：10 年国债到期收益率 (%)	16
图 28：沪深 300 和上证指数涨跌幅 (%)	16
图 29：20240630 险资持仓申万一级行业占比 (%)	18
图 30：上市险企 PEV 走势 (%，截至 8 月 28 日)	19

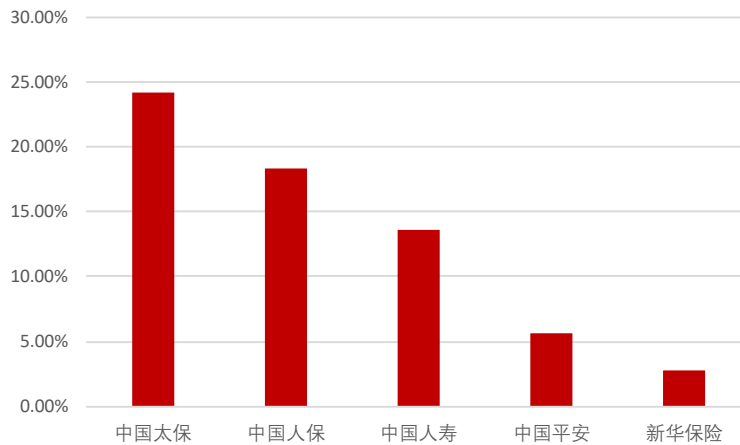
## 表格目录

表 1：“报行合一”以及“开门红”规范政策梳理.....	5
表 2：五大行存款利率调整情况（%） .....	7
表 3：农业保险相关政策 .....	13
表 4：平安寿险新业务价值的利源结构 .....	15
表 5：上市险企投资收益率（%） .....	16
表 6：保险业资金运用情况表（亿元，%） .....	17
表 7：重点公司估值及盈利预测（截至 2024 年 8 月 28 日） .....	19

## 1、行情复盘：年初至今 A 股险企实现全线上涨

今年年初至 7 月末，保险板块行情呈现波动上涨的特征，申万保险指数上涨 8.20%，跑赢沪深 300 指数 7.88 个百分点，行情主要由寿险负债端的持续向好和资产端的边际改善推动。具体到个股，A 股险企实现全线上涨，中国太保得益于负债端表现亮眼以及投资收益较为稳健，股价表现较优，2024 年前 7 月上涨 24.26%，中国人保、中国人寿、中国平安和新华保险分别上涨 18.39%、13.58%、5.61%和 2.70%。

图 1：2024 年 1-7 月 A 股险企涨跌幅（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

### 复盘保险指数 2024 年 1-7 月的行情走势，主要划分为五阶段行情：

年初至 1 月 23 日，保险指数下跌-3.99%。A 股市场出现连续调整，市场对经济复苏的预期仍偏弱，长端利率继续下行，对利差损风险的担忧导致保险板块表现疲软。

1 月 23 日至 2 月 23 日，保险指数上涨 14.09%。1 月末，央行强化逆周期和跨周期调节，宣布下调存款准备金率 0.5 个百分点，向市场提供长期流动性 1 万亿元，1 月 25 日开始下调支农支小再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点。央行超预期降准降息，对提振权益市场情绪有积极意义。随后，国资委研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，与“中特估”概念联系紧密的保险板块有所受益。2 月 7 日，吴清新任证监会主席，广泛听取了市场各方对加强资本市场监管等意见和建议，严把 IPO 准入关，市场预期有所转强，A 股大盘持续上行。

2 月 23 日至 4 月 12 日，保险指数下跌 14.23%。2 月末，有传言称万科正与以保险公司为主的贷款机构商谈非标债务延期，4 月 10 日，平安信托宣布延期兑付，市场对地产的担忧持续发酵，保险板块受其拖累持续震荡下行。

4 月 12 日至 5 月 20 日，保险指数上涨 16.10%。4 月 12 日，国九条发布驱动资本市场制度进一步优化，充分体现强监管、防风险、促高质量发展的主线，市场活力有所提升。4 月中下旬，各上市险企发布一季报，寿险业务表现亮眼，叠加 10 年国债利率逐步企稳回升，保险指数随之持续上行。4 月末，地产陆续传来利好消息，2021 年 1 月勇敢

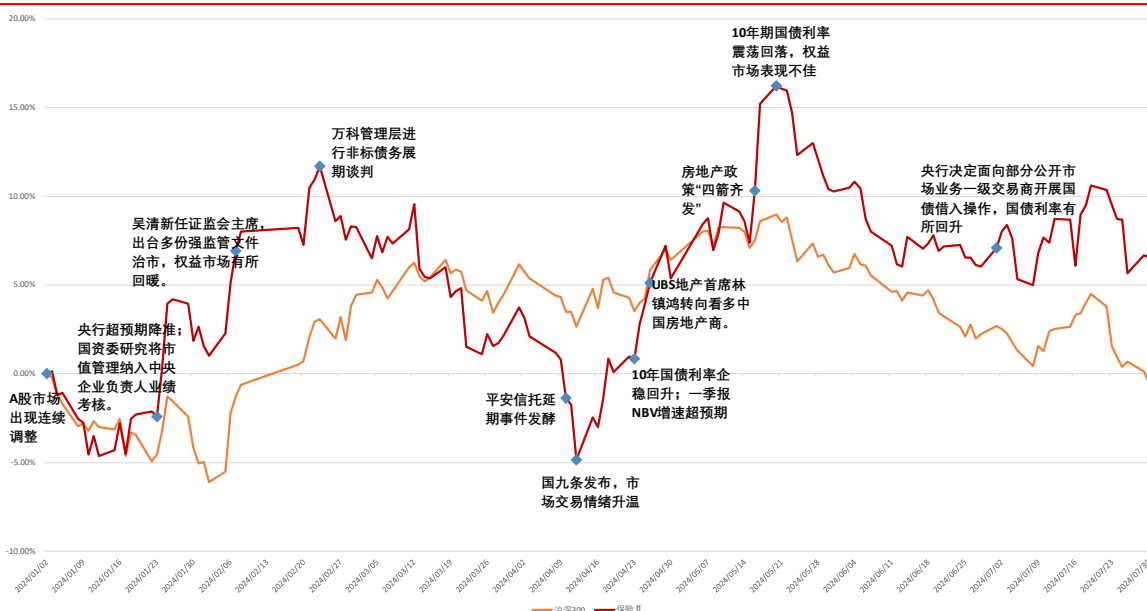
下调恒大评级至卖出的 UBS 地产首席林镇鸿 (John Lam)，最近转向看多中国房地产商，5 月 17 日，房地产发布重磅政策，降首付、降利率、去库存、保交楼“四箭齐发”助力楼市，有助于改善险企资产质量，带动保险股上涨。

5 月 20 日至 6 月末，保险板块下跌 7.04%。主要受到投资端的拖累，期间 10 年国债利率震荡回落，权益市场表现不佳。

7 月，保险板块上涨 3.73%。7 月 1 日，为维护债券市场稳健运行，央行决定面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作。在央行多轮提示风险、加大了对扰乱市场秩序违法行为的打击力度以及公开市场操作等多方面措施下，长端利率有所回升。

我们认为今年下半年，负债端延续景气增长，难成估值拖累，而估值的抬升幅度主要取决于资产端的修复机会，重点关注长端利率、权益市场的表现。

图 2：保险指数 2024 年 1-7 月行情复盘 (%)



资料来源：iFind，东莞证券研究所

## 2、负债端：延续景气增长

### 2.1 寿险：NBVM 提升，低利率环境下分红险“保底+分红”价值凸显

#### 2.1.1 预计 2024 年全年 NBVM 提振 NBV 增长

尽管近年来保险业监管政策趋严，对行业整体运营提出了更高要求，但寿险行业在今年上半年依然展现出强劲的市场活力和良好的发展态势，基于 NBVM 提振 NBV 的考虑，我们预计全年上市险企寿险业务有望实现持续增长。

表 1：“报行合一”以及“开门红”规范政策梳理

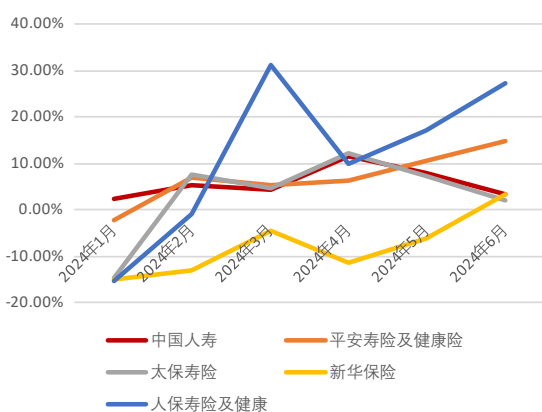
时间	文件	主要内容
2023/8/22	《关于规范银行代理渠道保险产品的通	要求保险公司在银保产品备案时，应按监管

	知》	规定在产品精算报告中明确说明费用假设、费用结构，并列示佣金上限。应据实列支向银行支付的佣金费用，佣金等实际费用应与备案材料保持一致，即“报行合一”。
2023/10/9	《关于银保产品管理有关事宜的通知》	部分公司备案的银保渠道产品的预定附加费用率，与后续单独报备的银保渠道总费用不一致。监管部门将按两者孰低的原则认定银保渠道总费用。如保险公司存在“报行不一”，将受到严肃处理。
2023/10/18	《关于强化管理促进人身险业务平稳健康发展的通知》	要规范承保管理，不得采取大幅提前收取保费并指定第二年保单生效日的方式进行承保，不得将客户实质为保费的资金存放于其他投资理财类账户，防止出现承保空档，引发合同纠纷，滋生经营风险
2024/1/19	《关于规范人身保险公司银行代理渠道业务有关事项的通知》	要求保险公司科学审慎制定假设并列明附加费用率的期限和结构，明确附加费用率为可用的总费用水平，包含向银行支付的佣金率、银保专员的薪酬激励、培训及客户服务费、分摊的固定费用等四块内容，其中佣金率应列明上限，且支付的佣金不得超过该上限。保险公司不得直接或间接以出单费、信息费等名义，向银行代理渠道支付佣金以外的任何费用。

资料来源：金融监管总局官网，东莞证券研究所

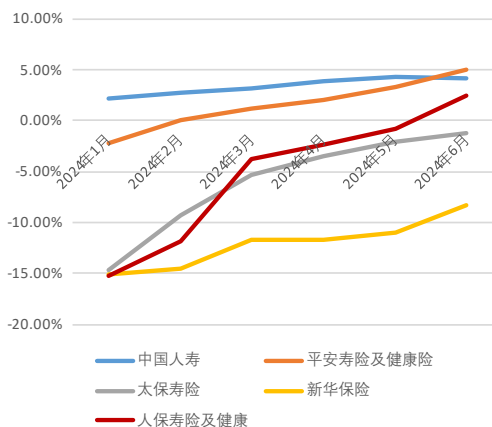
**预计行业全年新单保费增速有所放缓。**今年一季度，受到“报行合一”政策影响以及监管“开门红”限制，除了中国太保新单保费同比实现微增(+0.4%)以外，其他A股险企的新单保费均有不同程度的下滑，中国太保新单保费正增长主要得益于代理人渠道持续深化转型，其新保规模保费同比高增31.3%，较好对冲银保渠道新单保费的大幅下行(-21.8%)。今年上半年，在去年预定利率切换前导致“停售潮”的高基数效应以及“报行合一”的影响下，各险企寿险保费增速较去年均有所放缓，新单保费增速走弱或为主要原因。平安寿险代理人新单业务同比下降5.7%；太保寿险代理人渠道新保业务同比+3.4%，银保渠道新保业务同比-29.7%；人保寿险长险期交首年保费同比-16.5%。9月1日起新备案的普通型保险产品预定利率上限为2.5%，展望2024年全年，我们从目前的可选的保本产品考虑，寿险产品长期需求趋势不改，尤其是在居民风险偏好下降、银行存款利率持续下行的环境下，保本保息的储蓄险产品将继续受到市场青睐。但考虑到“报行合一”对银保渠道新单的冲击仍在持续，部分公司为应对行业调整主动放缓了趸交业务的发展，结构优化在一定程度上影响了新单保费的短期增长，除此以外，去年同期由于经济复苏和市场需求释放，存在一定的高基数效应，预计行业2024年全年新单保费呈现增长放缓的态势。

图 3：上市险企寿险保费单月同比增速（%）



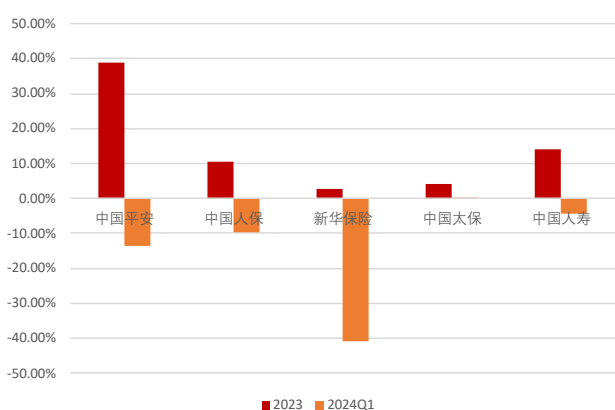
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 4：上市险企寿险保费累计同比增速（%）



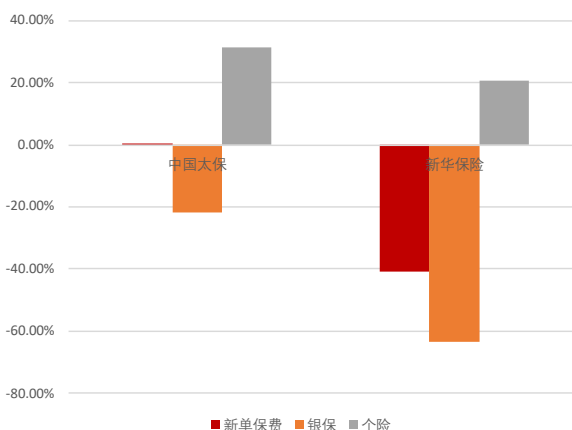
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 5：上市险企寿险新单保费同比增速（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 6：上市险企新单保费各渠道保费增长率（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

表 2：五大行存款利率调整情况（%）

存款类型	存款时间	2022 年 9 月	2023 年 6 月	2023 年 9 月	2023 年 12 月	2024 年 7 月
活期存款		0.25	0.20	0.20	0.20	0.15
定期存款 (整存整取)	六个月	1.45	1.45	1.45	1.35	1.25
	一年	1.65	1.65	1.55	1.45	1.35
	三年	2.60	2.45	2.20	1.95	1.75
	五年	2.65	2.50	2.25	2.00	1.80

资料来源：五大行官网，东莞证券研究所

预计 2024 年全年行业 NBVM 有所提升。2024 年一季度，中国平安和中国太保 NBVM

(新业务价值率)环比均有所改善,分别提升 4.10 和 2.50 个百分点至 22.80% 和 15.80%, 预计全年行业整体 NBVM 水平将会出现一定程度提升。一是考虑到监管政策引导的成本优化,在“报行合一”以及下调预定利率的背景下,险企有效控制渠道费用率,减轻成本压力;二是在日益趋严的政策监管下,各险企正逐步优化产品结构,减少对趸缴型业务的依赖,同时提升高价值产品的销售比例,如年金险和增额终身寿险等,这些产品通常具有更高的保费和更长的保障期限,有利于带动新业务价值率的提升;三是目前整个寿险行业正处于“规模转型”向“质量提升”的转型过程中,特别是在银保渠道受政策影响较大的背景下,各险企更加注重个险渠道的建设与深耕,通过提升代理人队伍质效,助推新业务价值率提升,如今年一季度,中国平安代理人渠道人均新业务价值同比增长 56.4%,中国人寿个险月人均首年期交保费同比上升 17.7%,代理人产能的提升将直接带动 NBVM 的增长。

**2024 年全年 NBV 有望保持增长势头。**2024 年第一季度,各保险公司均实现了显著的 NBV 增长,具体表现为:人保寿险以 81.6% 的增速领先,其次是新华保险 (51%)、太保寿险 (30.7%)、中国人寿 (26.3%),以及平安寿险 (20.7%)。新业务价值 (NBV) 的计算公式为首年保费 (FYP) 乘以新业务价值率 (NBVM),综合以上 FYP 和 NBVM 的讨论,我们预计,2024 年全年,上市保险公司的新单保费增速可能会有所减缓,但得益于新业务价值率的提升,NBV 仍能保持增长势头,不过第二季度的增长速度环比将略有下降。

图 7: 平安和太保寿险 NBVM (%)

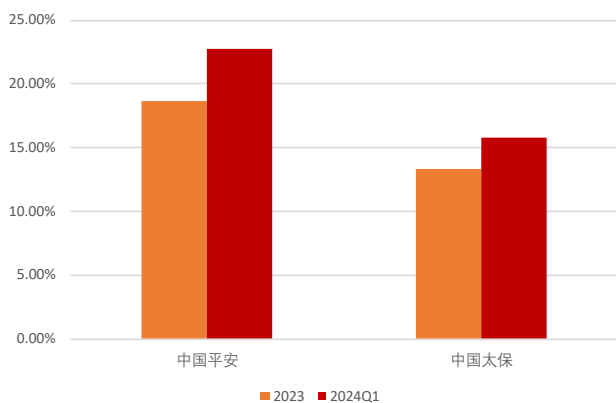
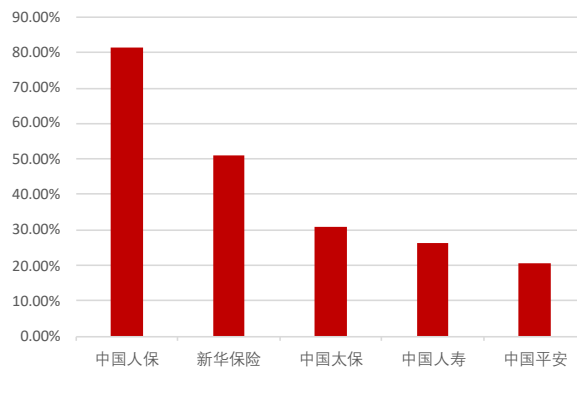


图 8: 2024Q1 上市险企 NBV 增速 (%)



资料来源:公司公告,东莞证券研究所

资料来源:公司公告,东莞证券研究所

### 2.1.2 预定利率再次下调,分红险价值更凸显

**长期利率下行背景下分红险价值更凸显。**保险产品可归为两类,一类是传统保险,在预定利率正式下调前,这是唯一一类可以保本保息 3% 的产品;第二类则为分红险,各险企的主流储蓄险产品正在积极从增额终身寿险切换为分红险,如平安人寿推出了“御享金越”分红型终身寿险,太保推出长相伴分红型终身寿险,预定利率均为 2.5%。目前主流的分红险保底利率一般在 2%-2.5%,虽然比增额终身寿险的 3% 低,但是保单持有人可以保单红利的形式至少享有险企 70% 的可分配盈余,与险企共同分享经营成果,若险



企经营与投资成果优异，最终也有机会得到高于 3% 的收益。分红险是一个进可攻、退可守的险种，同时兼顾了客户和公司的利益、保险保障功能与投资增值功能，有望成为寿险的主打产品。

图 9：平安人寿“御享金越”分红型终身寿险



资料来源：平安人寿官网

图 10：中国太保“长情相伴”分红型终身寿险



资料来源：中国太保官网

预计预定利率切换后，分红险保费收入有望支撑寿险收入增长。2023 年，太保分红型保险保费收入规模仅次于传统型保险，在寿险前五大产品中，保险业务收入规模第二的产品也为分红型产品。人保的分红型寿险占比为 40.3%，仅比普通型寿险低 2.6 个百分点，保费收入前五大产品中，第 1、2、4 位均为分红型寿险。在 2023 年年报中披露了原保费收入前五大产品的 73 家人身险公司中，有 45 家公司前五大产品涉及分红险，占比达到 61.64%。由此可见，在预定利率调降前，分红险本就寿险公司中占据着举足轻重的作用。在产品切换后，各险企主推的分红险有望逐步代替增额终身寿险，成为保费增长的主力担当。对于险企自身来说，产品的切换有利于更好地应对利率下行周期资产配置的压力和投资收益波动，对分散部分利差损风险也有积极意义。未来，随着人口老龄化进程加速，分红型保险或与养老保险产品的深度融合展现出无限潜力与广阔的探索空间。

图 11：人保寿险按险种列示的原保险保费收入（百万元，%）

险种	2023年			2022年	
	金额	占比(%)	增减(%)	金额	占比(%)
寿险	83,837	83.3	10.4	75,966	81.9
普通型寿险	43,125	42.9	44.5	29,850	32.2
分红型寿险	40,597	40.3	(11.8)	46,007	49.6
万能型寿险	115	0.1	5.5	109	0.1
健康险	15,668	15.6	(0.5)	15,743	17.0
意外险	1,129	1.1	13.7	993	1.1
合计	100,634	100.0	8.6	92,702	100.0

资料来源：中国人保 2023 年业绩报告

图 12：人保寿险原保险保费收入前五位的保险产品经营情况（百万元）

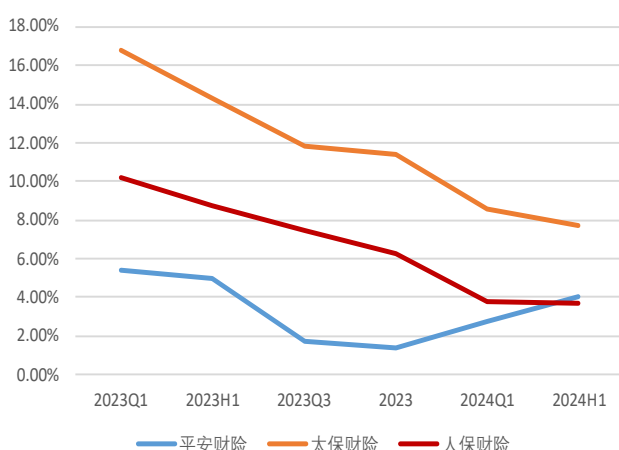
保险产品	险种类型	销售渠道	原保险保费收入
人保寿险鑫安两全保险(分红型)(C款)	分红型寿险	个险/银保	15,302
人保寿险如意保两全保险(分红型)	分红型寿险	个险/银保	13,678
人保寿险臻鑫一生终身寿险	普通型寿险	个险/银保	11,538
人保寿险聚财保养老金保险(分红型)	分红型寿险	个险	5,125
人保寿险温暖金生年金保险	普通型寿险	个险	4,567

资料来源：中国人保 2023 年业绩报告

## 2.2 财险：车险稳增长，非车险增长分化

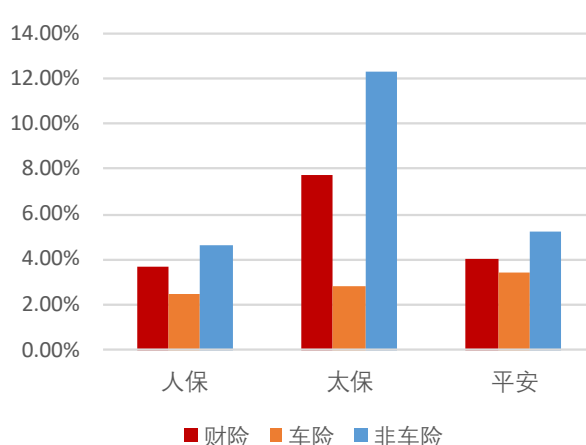
2024 年上半年，平安财险、太保财险、人保财险分别实现原保险保费收入 1601、1130 和 3120 亿元，同比增速分别为 4.06%、7.70%和 3.68%，人保财险和太保财险分别在保费总量和同比增速领先同业。划分结构，各险企非车险为财险增长的主要驱动因素，其中太保非车险同比增长 12.32%，是太保财险保费增速在行业中处于第一梯队的主要动力。

图 13：财险保费收入增速（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 14：2024H1 上市险企财险增速（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

**车险：预计 2024 年全年车险保费保持平稳增长。**2024 年，保险行业已走出车险综合改革的影响，各上市险企紧抓新能源车发展机遇，不断强化精细化管理，深化客户经营，提高客户留存率，推动车险保费稳步增长，2024 年上半年，保险行业车险保费增速为 2.75%，其中平安（3.43%）>太保（2.80%）>人保（2.50%）。车险保费收入为机动车保有量、投保率与车均保费的乘积，依照此公式，我们预计 2024 年全年车险保费将保持平稳增长。**机动车保有量方面**，在中央和地方促消费、放开限购、提供购车补助等政策刺激下，汽车消费不断向更下沉市场渗透与普惠。截至 2024 年 6 月底，全国机动车保有量已达 4.4 亿辆，其中汽车 3.45 亿辆，新能源汽车 2472 万辆。随着汽车市场的高速发展，汽车保有量已经达到较高水平，预计后续增长态势将逐步从高速增长向平稳增长过渡；**投保率方面**，车险具有相对刚性的特质，每一辆合法行驶在公共道路上的机动车，均被法规明确要求配置相应的车险，预计车险的投保率将维持在一个相对稳定的水平，受外部环境波动的影响较小；**车均保费方面**，相比传统的燃油车，新能源汽车出险频率与赔付金额更高，故车均保费水平更高。国务院常务会议要求延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策，决定将新能源汽车车辆购置税减免政策延长至 2027 年底，政策驱动下新能源汽车渗透率提升将有望拉动整体车均保费向上。综合考虑上述三个因素，我们预计全年车险延续稳健增长态势。

图 15：全国汽车保有量（亿辆，%）

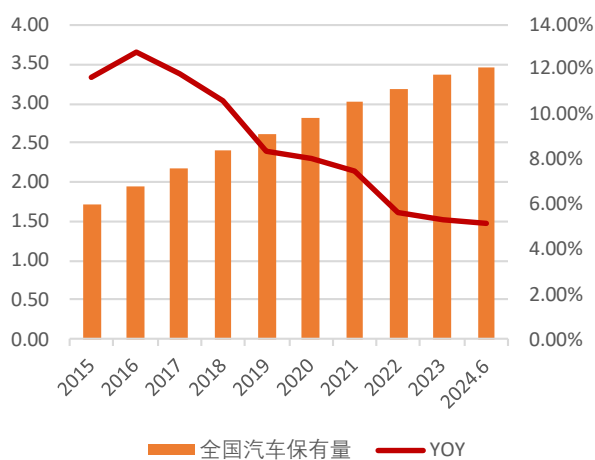
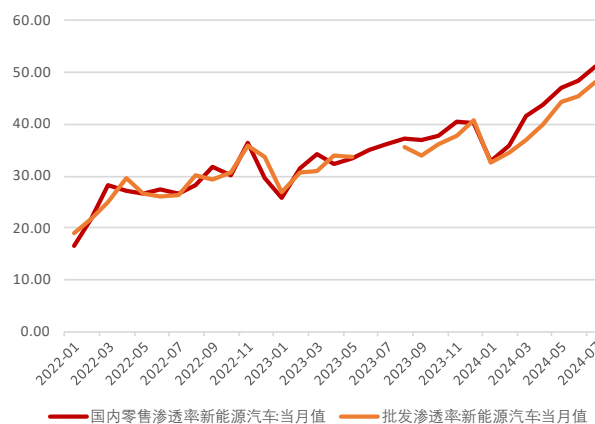


图 16：新能源汽车渗透率（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

**非车险：或成财险发展新动能。**2024 年上半年，A 股险企非车险占比同比均有所提升，人保、太保和平安非车险占比为 55.33%、53.85%和 34.65%。各险企围绕国家战略和政策导向，加快业务转型创新步伐，不断增强新兴市场发展动能，持续优化业务品质结构，实现非车险保费同比增速分别为太保（12.32%）>平安（5.27%）>人保（4.61%），人保非车险业务主要由健康险、农业保险和责任险推动。目前，车险作为强制性购买的保险产品，其市场渗透率已经处于较高的水平，其增长速度可能受限于市场的饱和度和监管法规的限制。而非车险市场包含健康险、农险、责任险等众多种类，其潜在客户群体从个人到企业更为广泛，经济发展与创新动能也将带动非车险市场发展，具备更大的

发展潜力与空间。2023 年行业非车险保费占比已提升至 45.34%，创历史新高，其中责任险、农业险与健康险原保费收入每年均以超 10% 的增速稳健增长，规模均超千亿，市场份额较大，此外，各级政府正在加快推进责任险、农险等险种的立法与鼓励政策，非车险或将成为财险行业发展的新动能。

图 17：非车险原保险保费收入增长情况（亿元，%）

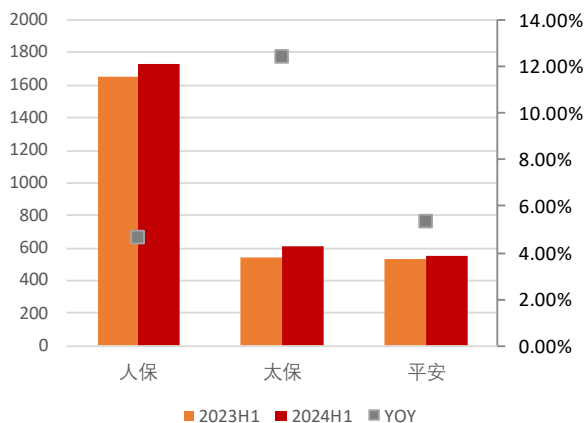
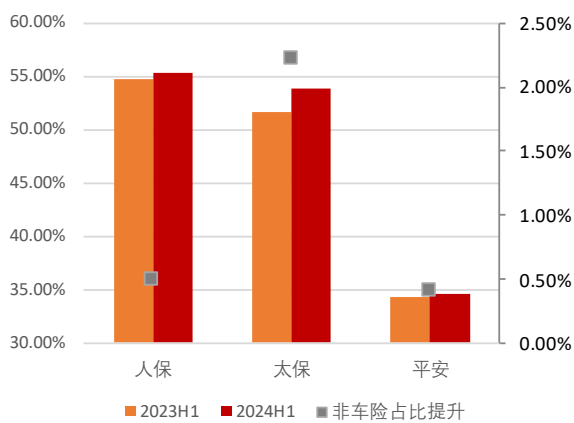


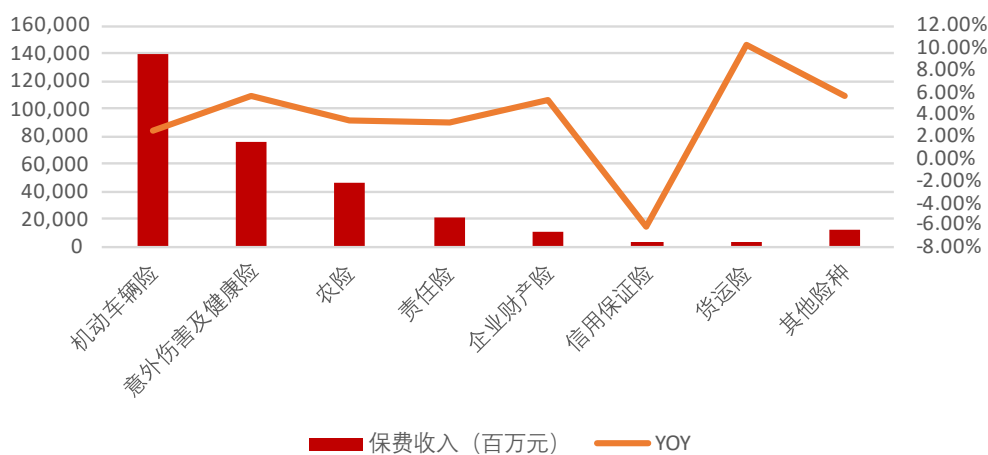
图 18：A 股险企非车险占比（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

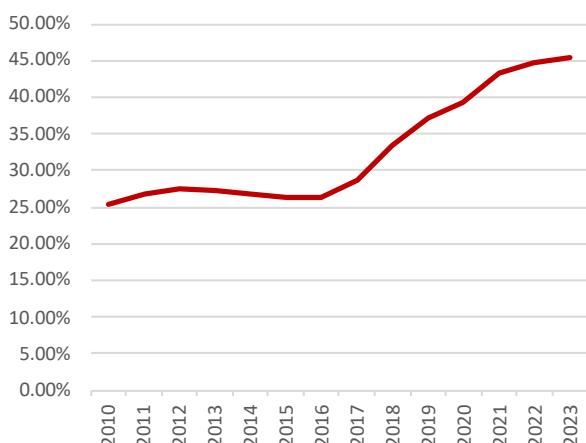
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 19：人保 2024H1 财险结构（百万元，%）



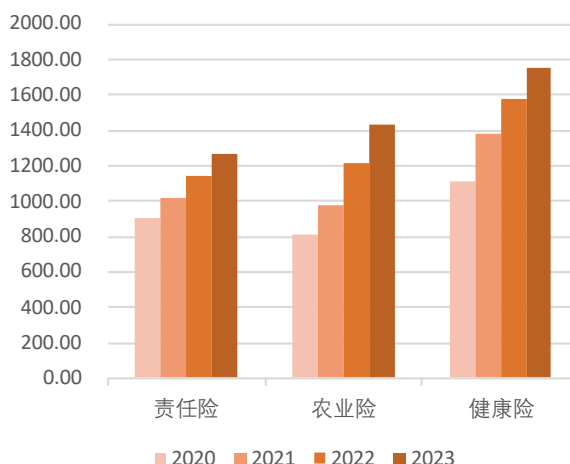
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 20：行业非车险保费占比（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 21：责任险、农业险、健康险保费规模（亿元）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

表 3：农业保险相关政策

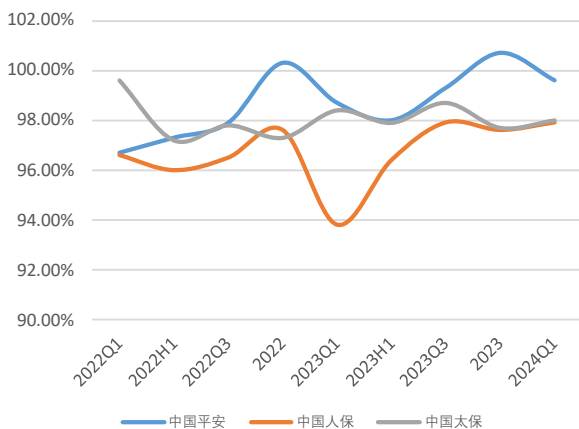
时间	政策名称	具体内容
2004 年	《政策性农业保险试点方案》	明确了政策性农业保险的基本框架，包括政府的角色、保险公司的角色、农民的角色等。同时，该方案还规定了农业保险的保障范围、保险费率、保险赔偿等内容。
2012 年	《农业保险条例》	明确了农业保险的政策性属性，规定了农业保险的经营原则、经营条件、保险责任、保险费率、赔偿处理等内容，为农业保险的发展提供了法律依据。
2015 年	《关于加大对改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》	提出要完善农业保险制度，推进农业保险扩面、增品、提标，并开展自然灾害保险试点。
2016 年	《关于加快发展现代农业保险的指导意见》	明确了农业保险的地位和作用，提出了“十三五”期间农业保险发展的目标和任务，包括扩大农业保险覆盖面、增加保险产品、提高保障水平等。
2017 年	《关于促进小农户和现代农业发展有机衔接的意见》	提出要发挥农业保险在小农户风险管理中的作用，鼓励小农户参与农业保险。
2020 年	《关于加快推进农业保险高质量发展的指导意见》	提出农业保险高质量发展的目标和任务，包括建立健全农业保险法律法规体系、优化农业保险监管制度、推动农业保险创新发展等。
2024 年	2024 中央一号文件	扩大完全成本保险和种植收入保险政策实施范围，实现三大主粮全国覆盖、大豆有序扩面；鼓励地方探索特色农产品保险，因品施策；推进农业保险精准投保理赔，确保应赔尽赔，提高农户的获得感和满意度。

资料来源：财政部、中国政府网官网整理，东莞证券研究所

**综合成本率：2024 年全年上市险企财险综合成本率或将小幅抬升。**2024 年一季度，平安、太保和人保产险综合成本率分别为 99.60%、98.00%和 97.90%，分别同比+0.90、

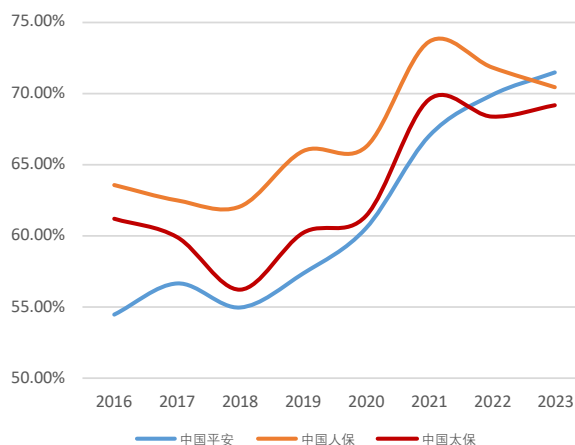
-0.40 和+4.07 个百分点。2024 年的前 8 个月，国内在此期间遭受了大范围的降雪冰冻、强降雨洪涝、台风灾害等自然灾害，整个保险行业的赔付率由年初的 0.55% 提升至 7 月的 0.62%，叠加综合成本率高于传统燃油车的新能源汽车占比提升，结构上的变化也将阶段性拉升总体综合成本率的水平，预计 2024 年全年的综合成本率同比或将小幅抬升。

图 22：上市险企综合成本率（%）



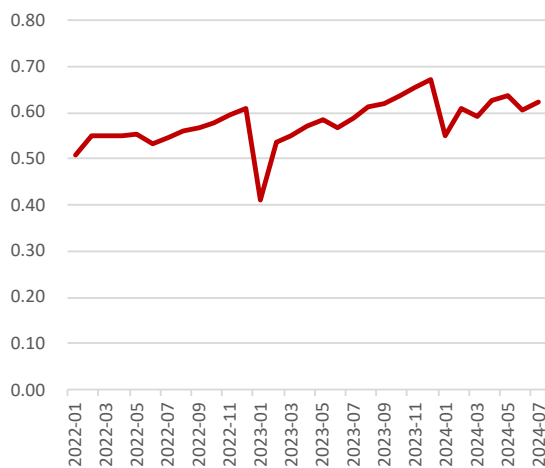
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 23：上市险企综合赔付率（%）



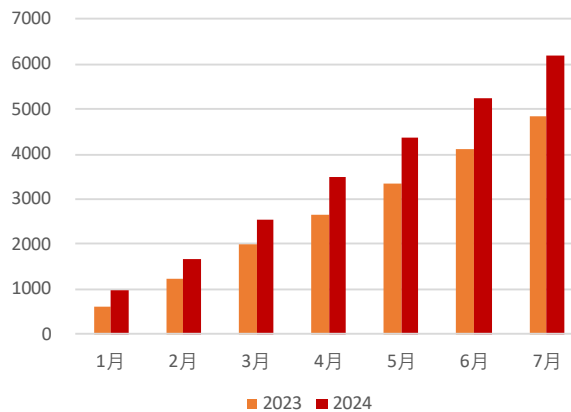
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 24：保险业财险赔付率（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 25：2024 年月度财险累计赔付对比图（亿元）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

### 3、资产端：估值修复的关键

#### 3.1 投资收益承压是目前压制估值的最主要因素

保险公司的利润来源于利差、死差和费差，“三差”即为保险板块行情的三大驱动因素。利差是指实际投资收益率与负债成本之间的差额，对应的是长端利率、权益市场的投资收益以及行业政策调整等要素；死差即为实际死亡率与设计该保险产品时预定死

亡率之间的差异，与寿险保费增速、NBV、NBVM、产品结构等负债端要素相关；费差为实际成本费用与预期成本费用之间的差异，与公司经营效率相关。在这“三差”中，由于保险公司在定价时已经充分考虑了各种因素，并且在实际运营中也会进行动态调整，因此死差对净利润的影响相对较小且较为稳定。至于费差，保险公司通过精细化管理、降低运营成本等方式可以控制费差损或实现费差益，故费差对净利润影响也较小。利差往往是在净利润中占比最高且影响最大的因素，如在平安寿险新业务价值的利源结构中，2020年利差占比为40.7%，在“三差”中占比最大，故利差益为驱动保险板块行情的最主要驱动因子。

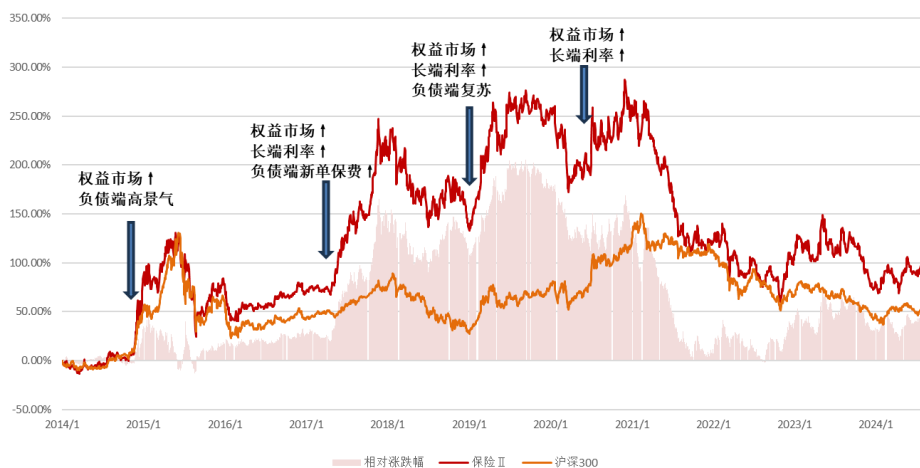
表 4：平安寿险新业务价值的利源结构

年份	利差占比	死差、费差占比
2016	33.90%	66.10%
2017	36.20%	63.80%
2018	34.00%	66.00%
2019	35.10%	64.90%
2020	40.70%	59.30%

资料来源：中国平安 2016-2020 年报，东莞证券研究所

复盘历史行情，“利差”为保险板块行情的主要驱动因素，而在“利差”中，长端利率与权益市场表现为其中两个影响因子。长端利率方面，保险行业由于其独特的负债端特性，倾向于将大量资金配置于固定收益类资产，尤其是以持有至到期为主，对于新增投资或再投资的固定收益类资产，长端利率的上升直接提升了这些资产的票面利率或预期收益率，扩大利差空间。权益市场方面，尽管在险资中权益投资的占比仅为 10%左右，但由于权益市场波动剧烈，险企投资收益对其敏感性较高。在过去保险板块的历史超额收益时期中，常常伴随着长端利率走高或权益市场走强，当这两个因素同时出现时，保险板块的进攻性更强，如 2017 年，经济预期改善助推受长端利率大幅上行，叠加权益市场实现较高涨幅，期间最高实现超 80%的相对收益。

图 26：保险板块过去 10 年行情复盘 (%)



资料来源：iFind，东莞证券研究所

当下，投资端承压是压制估值的最主要因素。2024 年，国内债券利率低位波动，中枢进一步下行，10 年期国债利率下破 2.2%，固定收益类资产配置压力持续；股票市场延续低位震荡，公开市场权益品种收益压力进一步加大。受长端利率走低影响，上市险企的净投资收益承压，2024Q1 净投资收益率为太保（3.20%）>平安（3.00%）>国寿（2.82%）；实施新金融工具准则叠加资本市场波动较大影响，使得部分金融资产价值波动即时反映在公允价值变动收益中，各险企总投资收益率均同比走低，其中太保（5.20%）>新华（4.60%）>国寿（3.23%）>平安（3.10%）。

图 27：10 年国债到期收益率（%）

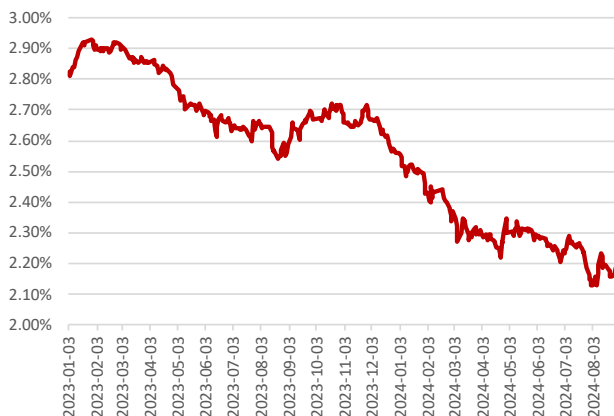


图 28：沪深 300 和上证指数涨跌幅（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

表 5：上市险企投资收益率（%）

	2022	2023Q1	2023H1	2023Q3	2023	2024Q1
<b>净投资收益率</b>						
中国人保	5.10%	-	4.40%	-	4.50%	-
新华保险	4.60%	-	3.40%	-	3.40%	-
中国太保	4.30%	3.20%	2.00%	4.00%	4.00%	3.20%
中国平安	4.70%	3.10%	3.50%	4.00%	4.20%	3.00%
中国人寿	4.00%	3.62%	3.78%	3.81%	3.77%	2.82%
<b>总投资收益率</b>						
中国人保	4.60%	-	4.90%	-	3.30%	-
新华保险	4.30%	5.20%	3.70%	2.30%	1.80%	4.60%
中国太保	4.20%	5.60%	2.00%	3.20%	2.40%	5.20%
中国平安	2.50%	3.30%	3.40%	3.70%	3.00%	3.10%
中国人寿	3.94%	4.21%	3.41%	2.81%	2.68%	3.23%

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

### 3.2 2024 全年投资收益对业绩拖累或有所减轻

预计 2024 全年投资收益或同比改善。一是今年权益市场经历了较大波动，但低基数效应下今年权益市场对投资端的拖累或有所减轻，2023 年前 7 个月，沪深 300 下降



11.09%，今年同期实现涨幅 0.32%。二是在上半年债市走牛的背景下，各保险公司加大债券市场的配置力度，并将部分债权投资计量方式从“持有至到期”转为“可供出售金融资产”，市值浮盈反映在新准则下的“公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产”，截止今年二季度末，财险公司配置债券投资同比增长 10.68%，占比提升 1.95 个百分点，人身险公司同比大幅增长 23.06%，占比提升 4.64 个百分点，在债牛行情下，债券浮盈助推保险资金综合收益率上年同期的 4.33% 拉升至 6.91%，在一定程度上缓解了险企投资端的压力。三是高股息类股票走势利好险企持仓。在新金融工具准则下，若险企直接投资权益市场，更多权益类资产公允价值变动将直接计入当期损益，利润表对权益市场波动更为敏感。为了避免利润波动过大，保险公司更倾向于配置波动率较小、分红稳定且估值合理的资产，并将其计入 FVOCI（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产）中，分红计入利润表，基于以上考虑，稳定盈利、分红率高的高股息资产持续获得险资的青睐。根据 2024 年上半年险资的持仓结构，银行板块占比高达 64.71%，较上年末大幅提升，尽管今年以来 A 股持续在低位震荡，但高股息类股票走势一枝独秀，尤其是银行板块年初至今涨幅接近 20%，在所有行业中排名第一，四大行再创新高，有望增厚险企的投资收益。基于以上三点考虑，2024 年全年上市险企投资收益对净利润的拖累将有所减轻。

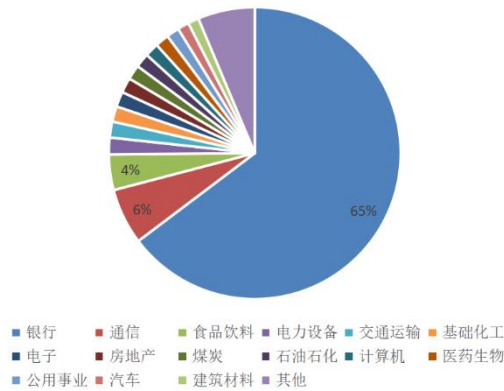
表 6：保险业资金运用情况表（亿元，%）

项目	2023Q2			2024Q2		
	账面余额	规模占比	同比增长	账面余额	占比	同比变化
资金运用余额	271,472.80	100.00%	9.87%	308668	100.00%	10.98%
年化财务收益率	3.22%			2.87%		
年化综合收益率	4.33%			6.91%		
<b>人身险公司</b>						
资金运用余额	241,829.73	100.00%	9.74%	21091	100.00%	5.24%
其中：银行存款	22,896.54	9.47%	0.71%	3977	18.86%	2.80%
债券	105,382.05	43.58%	17.94%	7887	37.40%	10.68%
股票	18,769.26	7.76%	5.16%	1370	6.49%	6.69%
证券投资基金	13,398.88	5.54%	15.36%	1861	8.82%	2.45%
长期股权投资	23,071.86	9.54%	6.53%	1333	6.32%	5.64%
年化财务收益率	3.27%			3.20%		
年化综合收益率	4.41%			5.03%		
<b>财产保险公司</b>						
资金运用余额	20,153.01	100.00%	7.95%	277113	100.00%	11.78%
其中：银行存款	3,863.66	19.17%	-7.38%	23699	8.55%	-0.04%
债券	7,142.35	35.44%	22.96%	133614	48.22%	23.06%
股票	1,300.65	6.45%	-3.63%	19424	7.01%	4.16%

证券投资基金	1,831.19	9.09%	9.49%	15167	5.47%	3.03%
长期股权投资	1,262.86	6.27%	2.09%	23016	8.31%	0.93%
年化财务收益率	3.52%			2.83%		
年化综合收益率	4.14%			7.09%		

资料来源：金融监管总局，东莞证券研究所

图 29：20240630 险资持仓申万一级行业占比 (%)



资料来源：iFind，东莞证券研究所

## 4、投资策略

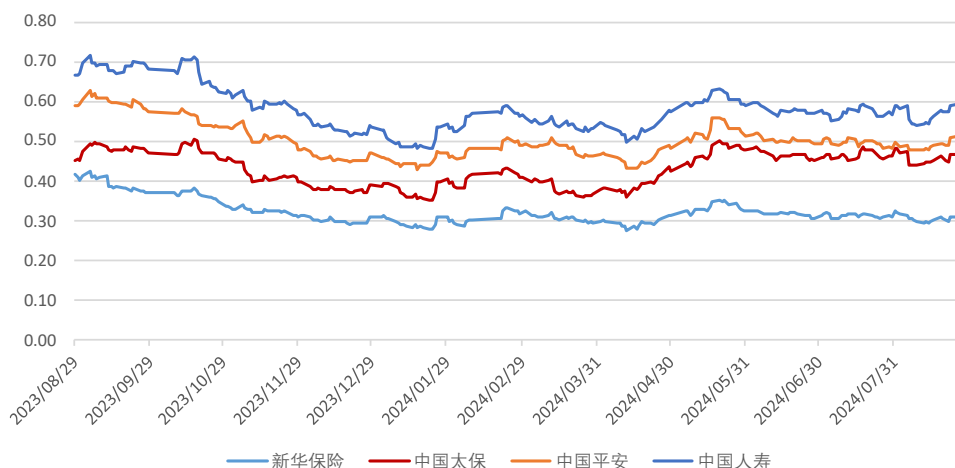
展望 2024 年全年，负债端难成拖累，未来估值修复的轨迹，核心仍聚焦于资产端的修复情况与增长潜力，重点关注长端利率与权益市场的表现。

**寿险将继续延续景气增长。**预计在“报行合一”以及下调预定利率的背景下，险企有效控制渠道费用率，减轻成本压力，叠加产品结构优化与代理人产能提升将直接带动 NBVM 的提升，助推 NBV 延续增长态势。在低利率环境下，分红险的“保底+分红”价值更加凸显，各寿险公司主打产品或将逐步从增额终身寿险切换为分红险，有利于险企更好地应对利率下行周期资产配置的压力和投资收益波动，对分散部分利差损风险也有积极意义。

**产险中非车险或成新动能。**非车险市场包含健康险、农险、责任险等众多种类，其潜在客户群体从个人到企业更为广泛，经济发展与创新动能也将带动非车险市场发展，具备更大的发展潜力与空间。2023 年行业非车险保费占比创历史新高，其中责任险、农业险与健康险原保费收入每年均以超 10% 的增速稳健增长，规模均超千亿，市场份额较大，此外，各级政府正在加快推进责任险、农险等险种的立法与鼓励政策，非车险或将成为财险行业发展的新动能。

**投资或成估值修复关键要素。**今年权益市场经历了较大波动，但低基数效应下今年权益市场对投资端的拖累或有所减轻，并且在债牛行情下，债券浮盈助推保险资金综合收益率有所提升，在一定程度上缓解了险企投资端的压力。除此以外，在新金融工具准则下，保险公司更倾向于配置波动率较小、分红稳定且估值合理的资产，并将其计入 FVOCI 中，分红计入利润表，稳定盈利、分红率高的高股息资产持续获得险资的青睐。尽管今年以来 A 股持续在低位震荡，但高股息类股票走势一枝独秀，尤其是银行板块年初至今涨幅接近 20%，2024 年全年上市险企投资收益对业绩的拖累或将有所减轻。

图 30：上市险企 PEV 走势（%，截至 8 月 28 日）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

**给予行业“超配”评级。**个股建议关注 NBV 增速、财险保费增速领先的中国太保（601601），率先进行寿险改革、渠道转型的中国平安（601318），寿险业务稳健的中国人寿（601628），资产端弹性较大、估值较低的新华保险（601336）。

表 7：重点公司估值及盈利预测（截至 2024 年 8 月 28 日）

代码	简称	股价（元）	BVPS（元）			PB（X）			评级	评级变动
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
601601	中国太保	28.64	25.94	29.06	32.31	1.10	0.99	0.89	买入	维持
601318	中国平安	43.19	49.37	52.68	56.85	0.87	0.82	0.76	买入	维持
601336	新华保险	30.28	33.68	34.53	37.09	0.90	0.88	0.82	买入	维持
601628	中国人寿	32.60	16.28	17.64	18.57	2.00	1.85	1.76	买入	维持

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

## 5、风险提示

代理人流失超预期、产能提升不及预期、银保渠道发展不及预期导致保费增速下滑的风险；

长端利率快速下行导致资产端投资收益率超预期下滑的风险；

监管政策持续收紧导致新保单销售难度加大的风险。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

**证券研究报告风险等级及适当性匹配关系**

低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn