

权益投资驱动利润表现回暖，资产负债有望共振

2024 年 09 月 08 日

► **负债端：寿险实现高基数下的高增长，财险增速有所放缓。** 1) 寿险及健康险：高基数下高增长，产品结构改善推动 NBV 高增。1H24 中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保新业务价值分别同比 +18.6%/+11%/+22.8%/+57.7%/+159.0%。2) 财产险：规模增速整体有所放缓，承保盈利因大灾有所分化。1H24 人保财险/平安财险/太保财险保费收入分别同比 +3.7%/+4.1%/+7.7%，保费收入增速同比分别 -5.1pct/-0.9pct/-6.6pct。

► **渠道人力端：人力规模逐步企稳，个险和银保的专业化程度持续提升带动产能和收入提升。** 1) 个险：高基数下仍稳健增长，人力规模逐步触底回升，结构和质态改善明显。截至 1H24，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险个险人力规模分别为 62.9 万人/34 万人/18.3 万人/13.9 万人，各大险企人均 NBV 等核心指标均同比提升；2) 银保：严格执行“报行合一”，保费有所波动但价值表现均提升。伴随“1 对 3”合作限制放开，头部险企积极巩固与优质银行合作，NBVM 和价值贡献占比有望持续提升，有望成为渠道“第二增长曲线”。

► **利润及分红派息：投资回暖带动净利润回升，普遍进行中期分红。** 1) 投资回暖及负债端质态改善推动归母净利润普增。1H24 中国人寿/中国平安/中国太保/中国人保/新华保险归母净利润分别同比 +10.6%/+6.8%/+37.1%/+14.1%/+11.1%；2) 呼应新“国九条”和重视股东回报，普遍进行中期现金分红。中国人寿/中国平安/新华保险/中国人保拟派发中期分红的现金分红比例分别为 14.8%/22.7%/15.2%/12.3%，拟派发每股股利分别为 0.2 元/0.93 元/0.54 元/0.06 元。

► **资产端：总投资收益率和净投资收益率表现分化，债券占比持续提升。** 1) 1H24 利率持续下行，固收新增配置难度加大，净投资收益率普遍承压，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保年化净投资收益率分别为 3.0%/3.3%/3.6%/3.2%/3.2%，分别同比 -0.75pct/-0.20pct/-0.40pct/-0.20pct/-0.20pct。2) 债券投资占比普遍提升，股票投资占比则有所分化。除新华保险外，其余险企债券占比均有所提升。股票占比有所分化，新华保险股票占比提升明显。中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保股票投资占比分别为 7.26%/6.38%/9.0%/10.03%/2.90%，分别较 2023 年末 -0.32pct/+0.18pct/+0.61pct/+2.13pct/-0.30pct。

► **内含价值：依托新业务价值和投资端较为亮眼表现，EV 增速回暖。** 主要上市险企 1H24 期末内含价值增速回升。从投资收益率内含价值敏感性来看，新华、太保敏感性较高，伴随宏观经济复苏回暖，投资端有望贡献更大的 EV 弹性。

► **投资建议：上市头部险企及时进行产品结构调整，严格落实“报行合一”，** 压降负债成本，调整产品结构及时适应市场变化，未来分红险、保障型等险种占比有望提升，产品结构有望更为均衡，有望缓解市场对于潜在“利差损”和“费差损”风险的担忧。伴随系列宏观经济政策落地发力和资本市场改革的推进，投资端有望持续回暖，另外考虑到去年同期基数，保险资产和负债端有望迎来共振，建议重点关注经营稳健、产品体系丰富的头部寿险标的中国太保，关注中国平安、中国人寿、新华保险，以及财险龙头中国财险。

► **风险提示：政策不及预期、资本市场波动加大、居民财富增长不及预期、长期利率下行超预期、险企改革不及预期。**



分析师 张凯烽

执业证书：S0100524070006

邮箱：zhangkaifeng@mszq.com

相关研究

- 1.非银行业事件点评：国泰君安拟吸收合并海通证券，行业并购重组加速-2024/09/06
- 2.非银行业周报 20240901：保险有望资产负债共振，券商财富管理转型或加速-2024/09/01
- 3.非银行业周报 20240824：关注业绩有望超预期的保险中报-2024/08/24
- 4.非银行业点评：7 月保险整体回暖，重点关注产品切换及中报表现-2024/08/19
- 5.非银行业周报 20240818：明确中介机构资本市场“看门人”角色-2024/08/18

目录

1 负债端：寿险实现高基数下的增长，财险增速有所放缓	3
1.1 寿险及健康险：高基数下仍实现高增长	3
1.2 财产险：保费增速放缓，承保利润表现分化	5
2 渠道人力端：规模逐步企稳，业务结构优化明显，专业化程度持续提升	8
2.1 个险渠道：高基数下仍稳健增长，人力逐步触底回升，结构和质态改善明显	8
2.2 银保渠道：“报行合一”执行落地，价值表现提升，降本增效效果显著	9
3 利润及分红派息：权益投资带动净利润回升，普遍进行中期分红	12
3.1 归母净利润：权益投资复苏助力利润回暖	12
3.2 分红：普遍跟进执行“一年多次分红要求”，进行中期分红	12
3.3 合同服务边际：较上期末整体复苏	13
4 资产端：权益表现带动总投资收益率回暖，债券占比持续提升	15
4.1 总投资收益率和净投资收益率分化	15
4.2 投资组合结构：债券投资占比普遍提升，股票有所分化	16
5 内含价值：资负优异表现推动 EV 增速回升	18
6 投资建议	22
7 风险提示	23
插图目录	24
表格目录	24

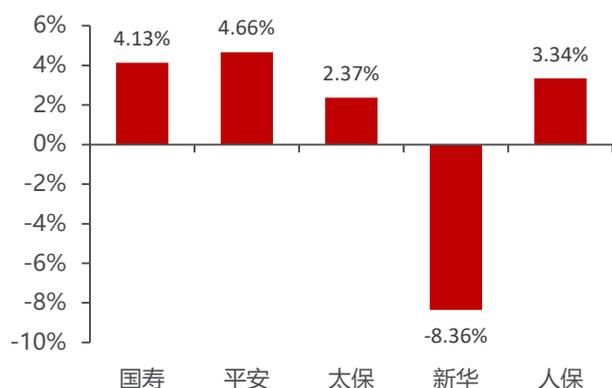
1 负债端：寿险实现高基数下的增长，财险增速有所放缓

1.1 寿险及健康险：高基数下仍实现高增长

1.1.1 高基数下高增长，产品结构优化推动 NBV 高增

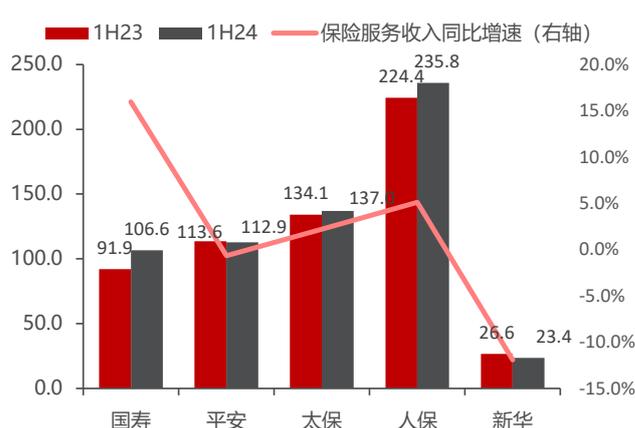
新单保费有所放缓，保险服务收入分化。1H24 中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险新单保费分别同比-6.4%/-19.0%/-11.9%/+1.6%，1H24 中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保总保费增速分别同比+4.13%/+4.66%/+2.37%/-8.36%/+3.34%。1H24 中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保服务收入分别同比+16.0%/-0.7%/+2.2%/+5.1%/-11.9%。

图1：1H24 各大险企总保费增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

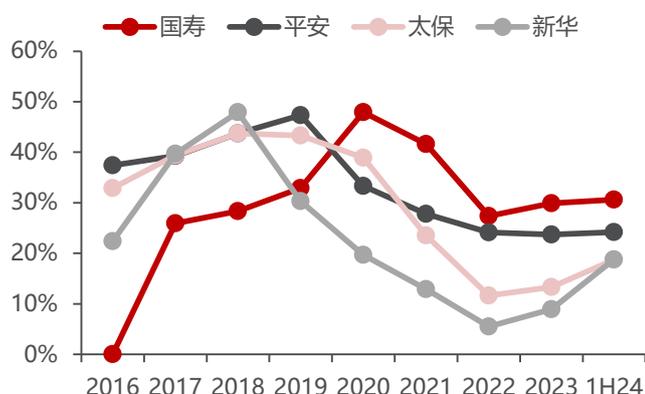
图2：1H24 各大险企保险服务收入（亿元）及同比



资料来源：iFinD，民生证券研究院

伴随预定利率下调和“报行合一”的持续推进，产品结构不断改善推动 NBVM 提升，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险的 NBVM（按首年保费口径）分别为 30.6%/24.2%/18.7%/18.8%，分别同比+5.4pct/+6.5pct/+5.3pct/12.0pct。

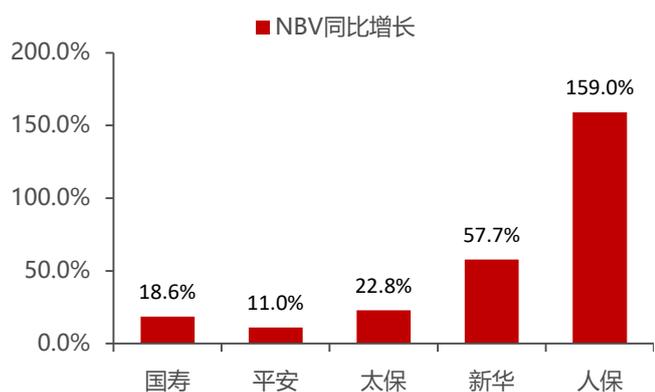
图3：主要上市险企新业务价值率 NBVM



资料来源：iFinD，民生证券研究院

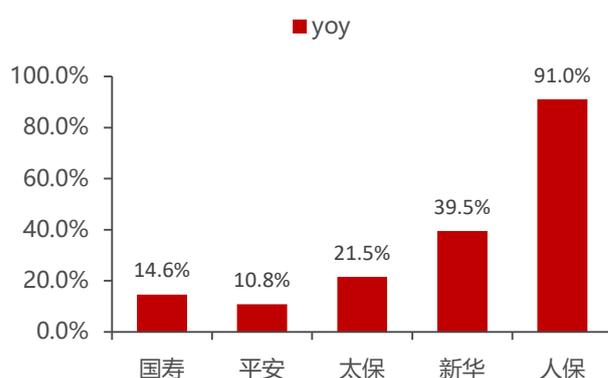
主要上市险企寿险及健康险业务实现持续增长，代理人和银保渠道高质量发展效果显现，业务品质改善显著。1H24 中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保新业务价值分别同比+18.6%/+11%/+22.8%/+57.7%/+159.0%，个险渠道 NBV 分别同比+14.6%/+10.8%/+21.5%/39.5%/+91.0%。在 2023 年上半年预定利率下调切换需求旺盛的高基数背景下，主要上市险企 NBV 表现亮眼，主要系渠道改革带来产品销售端结构改善，同时伴随“报行合一”的持续推进，费用水平得到持续管控，产品端费用边际下降有利于产品 NBVM 的提升，从而带动 NBV 同比高增。

图4：1H24 各大险企 NBV 同比均较快增长



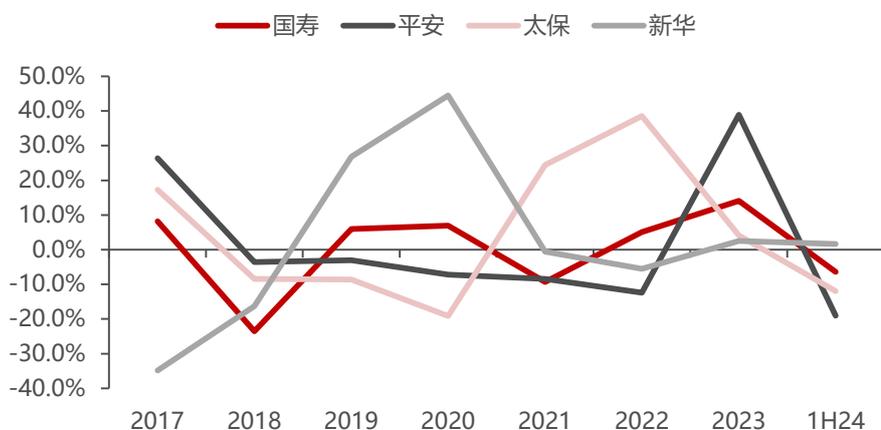
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图5：1H24 各大险企个险渠道新业务价值同比均增长



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图6：1H24 寿险首年新单保费同比增速普遍转负



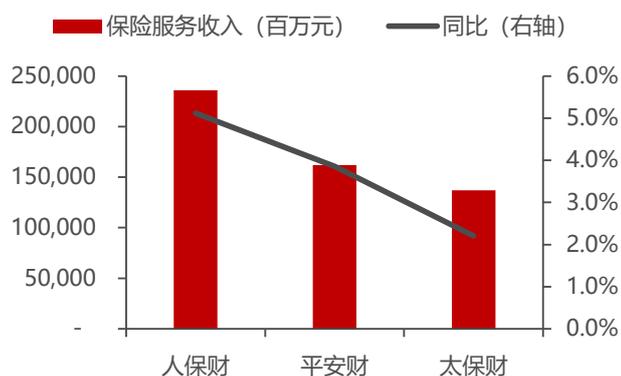
资料来源：iFinD，民生证券研究院

1.2 财产险：保费增速放缓，承保利润表现分化

1.2.1 财险保费实现稳健增长，增速有所放缓

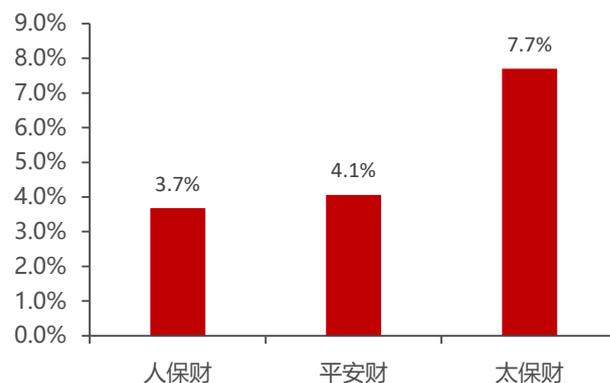
财险保费实现稳健增长，增速有所放缓。1H24 人保财险/平安财险/太保财险保费收入分别同比+3.7%/+4.1%/+7.7%，保费收入增速同比分别-5.1pct/-0.9pct/-6.6pct；1H24 人保财险/平安财险/太保财险保险服务收入分别同比+5.1%/+3.9%/+2.2%，保险服务收入增速同比分别-3.7pct/-3.9pct/-12.9pct。

图7：1H24 主要财产险企保险服务收入及同比增长



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图8：1H24 主要财产险企保费增速



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

1.2.2 综合成本率 COR 和承保利润分化

1H24 人保财险/平安财险/太保财险 COR 分别为 96.8%/97.8%/97.1%，分别同比 +0.4pct/-0.2pct/-0.8pct，承保利润同比增速分别 -6.0%/+15.7%/+47.6%，人保财险承保利润放缓主要系上半年受大灾等影响导致 COR 同比抬升 0.4pct 至 96.8%，拖累承保利润表现。

费用管控效果显现，费用率同比优化，赔付率分化。综合费用率：整体同比优化。1H24 人保财险/平安财险/太保财险综合费用率分别为 26.9%/27.4%/27.5%，分别同比-0.80pct/-0.20pct/持平；1H24 人保财险/平安财险/太保财险综合赔付率分别为 69.5%/70.6%/70.4%，分别同比+1.2pct/持平/-0.8pct。1) 人保财险综合赔付率同比抬升主要系上半年大灾赔付提升；2) 平安财险综合赔付率同比持平，一方面上半年自然灾害频发导致车险赔付有所抬升，但另一方面保证保险业务承保损失下降，因此有效控制综合赔付率抬升；3) 太保财险综合赔付率同比明显优化，主要系公司不断优化承保业务品质。

承保利润表现分化明显，人保财险承保利润同比下降，太保财险实现高增。1H24 人保财险/平安财险/太保财险承保利润分别同比-6.0%/+15.7%/+47.6%。其中人保财险承保利润波动主要系上半年大灾影响导致 COR 有所波动，其中车险出险率同比上升 1.5pct 至 71.2%，同时伴随商业性业务占比提高，人保财险意外及健康险业务综合成本率同比抬升 1.4pct 至 99.9%，拖累承保利润表现。

图9：1H24 各大财险公司综合成本率 (COR) 表现



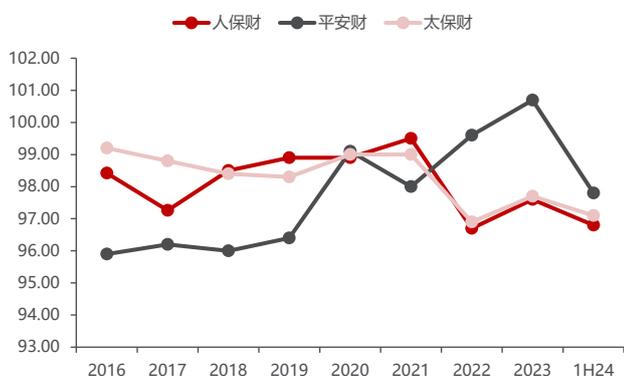
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图10：1H24 各大财险公司承保利润同比增速



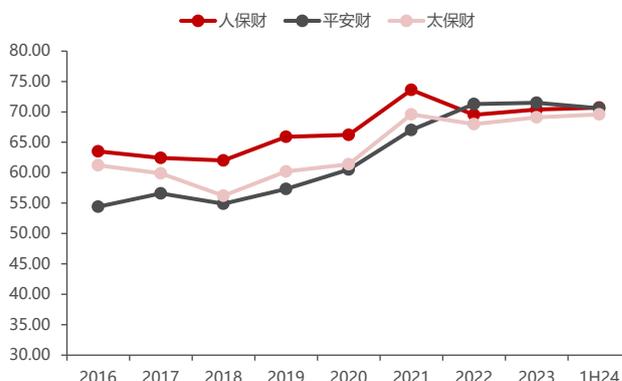
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图11：主要上市财险公司综合成本率 (%)



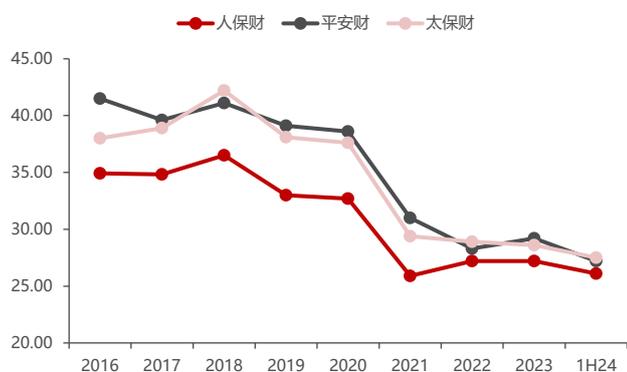
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图12：主要上市险企综合赔付率 (%)



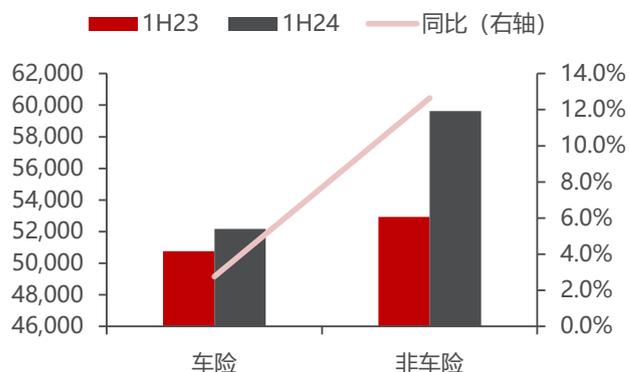
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图13：主要上市险企综合费用率（%）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图14：1H24 太保财险车险与非车险原保费收入（百万元）及增长



资料来源：中国太保公司公告，民生证券研究院

平安财险保证险业务拖累逐渐出清，承保亏损同比收窄。1H24 平安财险保证险业务 COR 为 106.8%，同比大幅优化 10.9pct。公司自 2023 年四季度起暂停新增融资性保证保险业务，保证险未了责任余额持续下降，风险敞口逐步收敛，保证险业务对于整体业务承保盈利的拖累有所缓解。伴随存量业务理赔案件逐步回收，承保亏损同比有望大幅下降。

2 渠道人力端：规模逐步企稳，业务结构优化明显，专业化程度持续提升

2.1 个险渠道：高基数下仍稳健增长，人力逐步触底回升，结构和质态改善明显

截至 1H24，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险的个人人力规模分别为 62.9 万人/34 万人/18.3 万人/13.9 万人。

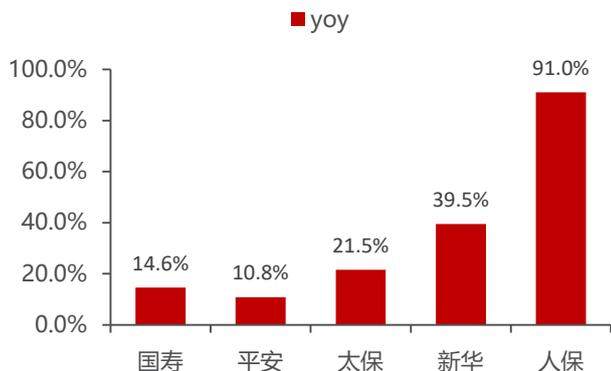
中国人寿：销售队伍规模保持稳定，质态持续向好。截至 1H24，中国人寿总销售人力为 68.5 万人，个险销售人力为 62.9 万人，较 2023 年末小幅下降 4.8%。伴随个险渠道营销体系改革推进，队伍结构和质态不断改善，绩优人力规模和占比逐步提升。核心指标方面，月人均首年期交保费同比+12.4%，个险首年期交保费/十年期及以上首年期交保费分别同比+5.6%/+9.4%，长期期交占比提升推动个险 NBV 同比+14.6%

中国平安：人均 NBV 同比高增，个险代理人规模基本企稳。平安寿险个险渠道通过持续聚焦以“优”增“优”，持续深化队伍结构转型，在积极管控代理人招募“入口端”的同时，人力规模逐步企稳。1H24 平安寿险个险 NBV 同比+10.8%，代理人人均 NBV 同比+36.0%，代理人收入同比+9.9%。截至 1H24，平安个险人力规模为 34 万人，较 2023 年末小幅下降 2%。

中国太保：“三化五最”转型效果显著，核心人力企稳增长，产能提升明显。太保寿险持续推动代理人渠道“职业化”、“专业化”和“数字化”转型，1H24 个险规模保费同比+2.0%，期交新单保费同比+3.9%。截至 1H24，太保寿险代理人规模为 18.3 万人，较 2023 年末下滑 16.4%。核心人力规模企稳回升，产能和收入提升明显，1H24 核心人力月人均首年规模保费/核心人力月人均首年佣金收入分别同比+10.6%和+4.2%，月均核心人力同比+0.8%至 6.0 万人

新华保险：新《基本法》推动人力质态提升。公司出台新《基本法》，聚焦绩优人力建设，强化基础管理，渠道质态逐步提升，1H24 长期险首年期交保费同比+1.8%，期末个险代理人规模人力 13.9 万人，月均人均综合产能同比+23.8%至 1.04 万元。

图15: 主要上市险企 1H24 个险渠道 NBV 同比增长

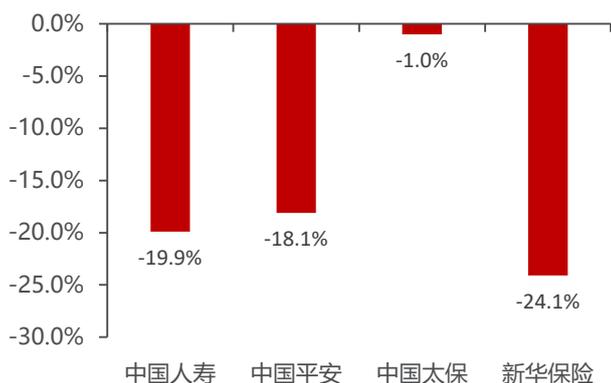


资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

2.2 银保渠道: “报行合一” 执行落地, 价值表现提升, 降本增效效果显著

伴随“报行合一”落地, 银保渠道费用端逐步得到管控, 降本增效效果显著并推动价值表现提升。同时银保合作“1对3”限制逐步放开, 有望与加强头国有大行和优质股份行合作, 头部险企有望更为受益。整体来看, 监管引导推动产品和服务回归核心竞争力, 推动行业精细化管理, 加强资产负债联动。1H24, 中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险银保渠道保费增速分别为-19.9%/-18.1%/-1.0%/-24.1%。

图16: 主要上市险企银保渠道 1H24 保费同比均下降



资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

中国人寿: 强化佣金费用管控, NBVM 和价值贡献提升。公司 1H24 银保渠道保费小幅下滑, 保费收入同比-19.9%, 公司大幅压缩银保渠道低价值趸交产品, 产品结构持续改善的同时, 升级银保基本法, 银保渠道新业务价值率和占比贡献显著提升。

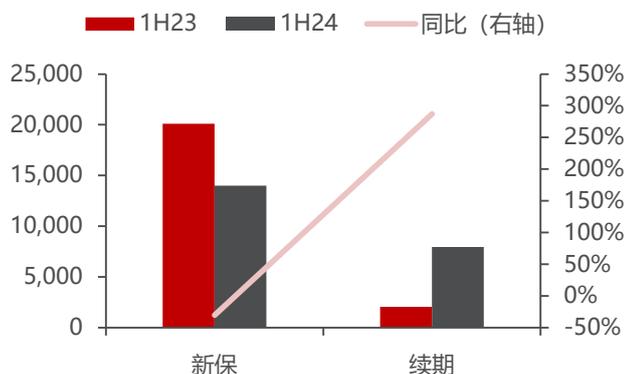
中国平安: 积极巩固国有大行合作, 银保渠道价值贡献有望持续提升。1H24

平安寿险银保渠道 NBV 同比+17.3%，在持续深化平安银行独家代理模式的同时，积极扩展国有大行和优质股份行等银保渠道合作，同时队伍端依旧坚持严选优增，我们认为银保渠道保费规模和价值贡献占比有望持续提升。

中国太保：“芯”银保动能强化，新业务价值率大幅提升。1H24 太保寿险银保渠道规模保费同比-1.0%，渠道规模有所波动但质态提升明显，NBV 同比+21.5%，NBVM 大幅提升 5.6pct 至 12.5%。

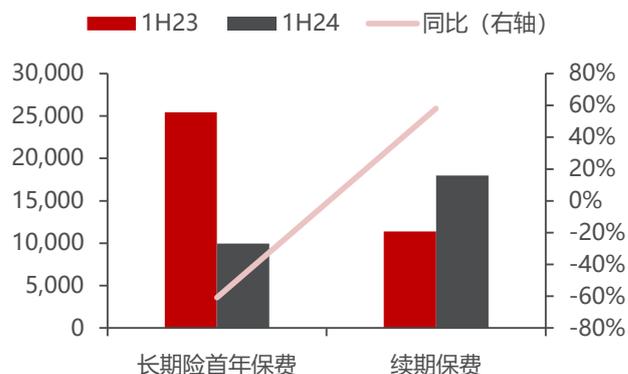
新华保险：逐步丰富银保产品供给，向长期化、期交化转型。1H24 公司继续深化银保渠道总部合作全面覆盖，在优化机构布局同时，产品端推动由现有传统险为主向多元化、期交化和长期化转型。1H24 公司银保渠道实现长期险首年期交保费 71.44 亿元，占长期险首年保费比例同比提升 34.3pct 至 71.7%。

图17：太保寿险银保渠道 1H24 新保及续期表现 (百万 元)



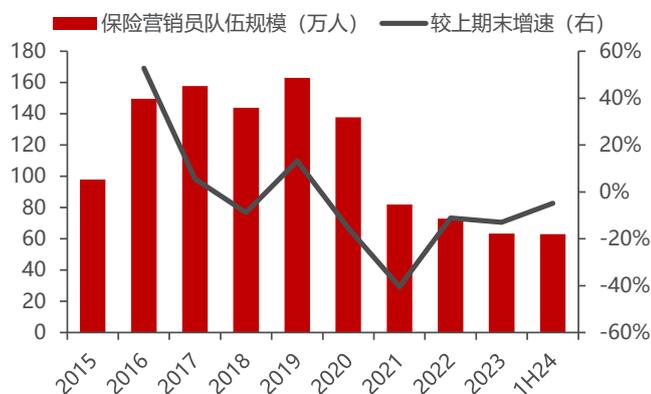
资料来源：中国太保公司公告，民生证券研究院

图18：新华保险银保渠道 1H24 新保及续期表现 (百万 元)



资料来源：新华保险公司公告，民生证券研究院

图19：中国人寿销售人力规模降幅趋缓



资料来源：中国人寿公司公告，民生证券研究院

图20：中国平安销售人力规模逐步趋稳



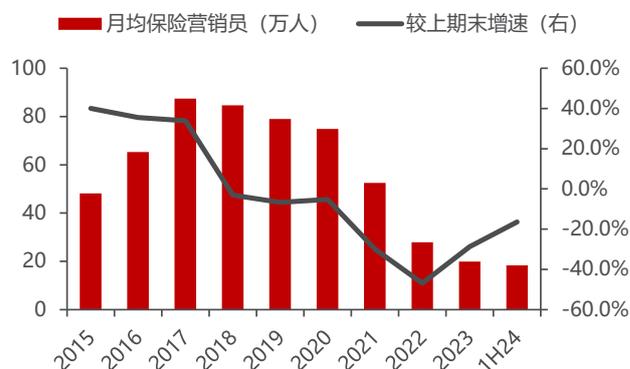
资料来源：中国平安公司公告，民生证券研究院

图21：新华保险个险营销员人力（万人）



资料来源：新华公司公告，民生证券研究院

图22：中国太保月均保险营销员（万人）



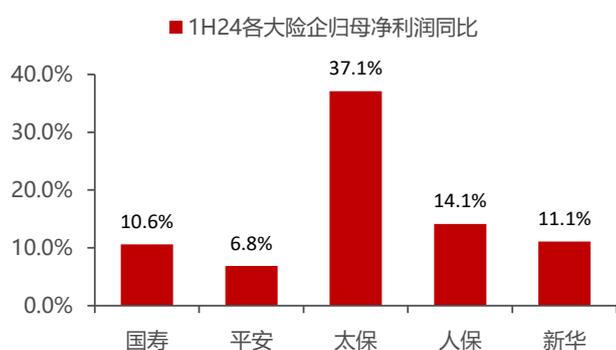
资料来源：中国太保公司公告，民生证券研究院

3 利润及分红派息：权益投资带动净利润回升，普遍进行中期分红

3.1 归母净利润：权益投资复苏助力利润回暖

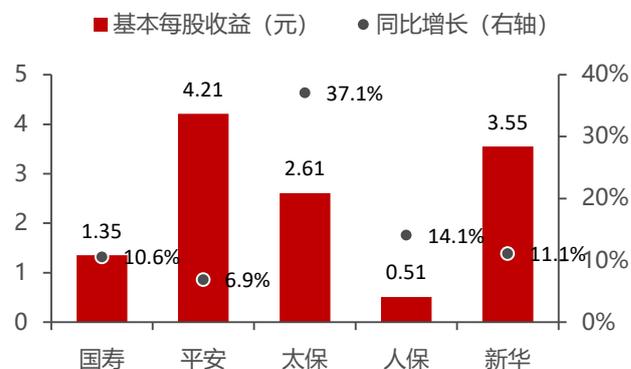
投资收益及负债端质态改善推动归母净利润普增。1H24 中国人寿、中国平安、中国太保、中国人保、新华保险归母净利润分别同比+10.6%、+6.8%、+37.1%、+14.1%和+11.1%，各大险企一方面持续加强成本管控和承保管理，另一方面投资收益大幅回暖驱动归母净利润表现亮眼，同时净利润强劲表现也为险企中期分红奠定了重要基础。

图23：各大险企 1H24 归母净利润同比表现



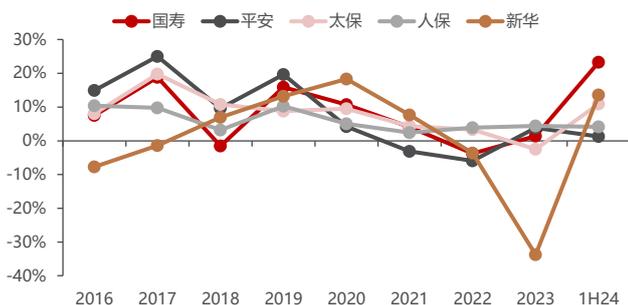
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图24：1H24 各险企基本每股收益及同比（元）



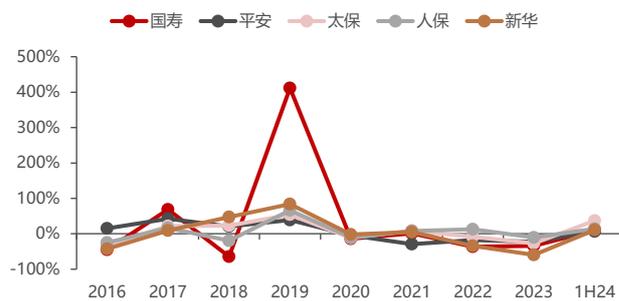
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图25：主要上市险企营收同比增长率



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图26：主要上市险企净利润同比增长率



资料来源：iFinD，民生证券研究院

3.2 分红：普遍跟进执行“一年多次分红要求”，进行中期分红

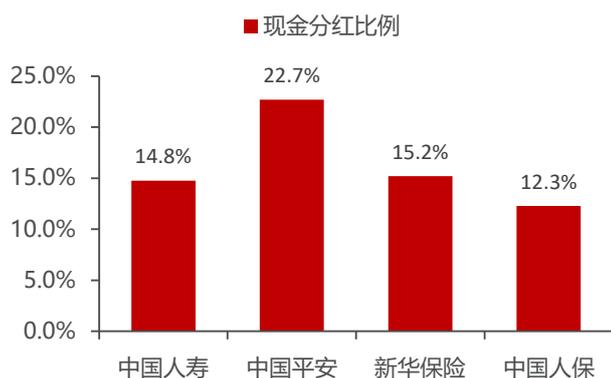
2024 年 4 月 12 日，国务院发布《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场

场高质量发展的若干意见》(国发[2024]10号,以下简称“国九条”)明确表示将严格上市公司持续监管,强化上市公司现金分红监管,增强分红稳定性、持续性和可预见性,推动一年多次分红、预分红、春节前分红。

从2024年主要上市险企的中报来看,除中国太保外,中国平安、中国人寿、中国人保和新华保险预计将分别派发中期红利168.4亿元、56.53亿元、27.85亿元、16.85亿元,合计将派发中期红利约270亿元。中国人寿/中国平安/新华保险/中国人保拟派发中期分红的现金分红比例分别为14.8%/22.7%/15.2%/12.3%,拟派发每股股利分别为0.2元/0.93元/0.54元/0.06元,股息率(以2024年6月30日收盘价计)分别为0.6%/2.2%/1.8%/1.2%。

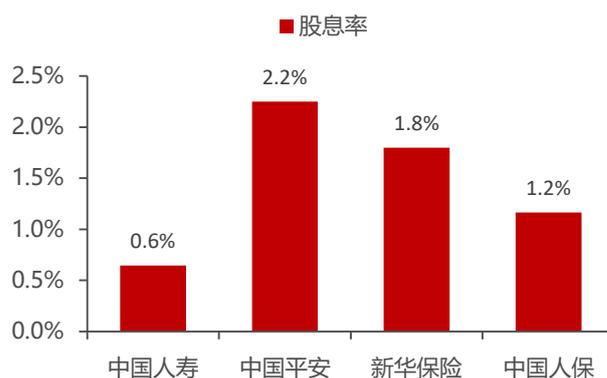
整体来看,我们认为中期分红计划是上市险企主动响应国家政策、积极回应资本市场诉求,及时与股东分享盈利和可预见现金流的体现,有望在平衡好股东短期回报和公司长期发展的同时提升投资者信心。

图27: 1H24 主要上市险企拟派发中期分红



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图28: 1H24 主要上市险企中期分红股息率

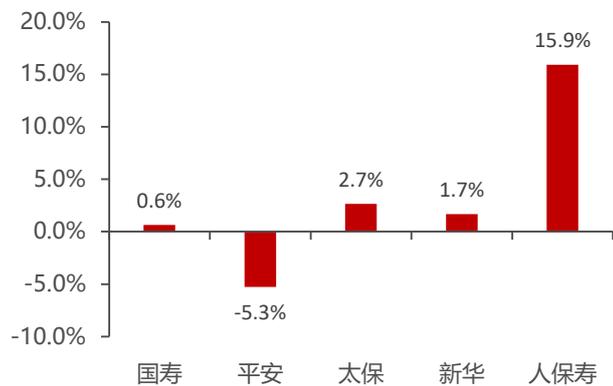


资料来源: iFinD, 民生证券研究院; 注: 股息率计算以2024年6月30日收盘价计

3.3 合同服务边际: 较上期末整体复苏

1H24 合同服务边际整体呈现复苏态势。中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保 1H24 合同服务边际分别较上年末 +0.6%/-5.3%/+2.7%/+1.7%/+15.9%。

图29：合同服务边际较上年末增长



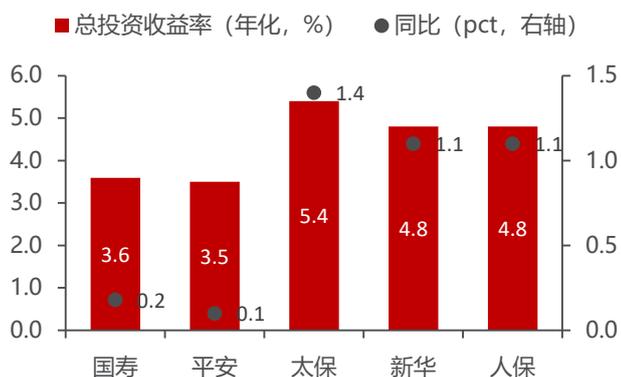
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

4 资产端：权益表现带动总投资收益率回暖，债券占比持续提升

4.1 总投资收益率和净投资收益率分化

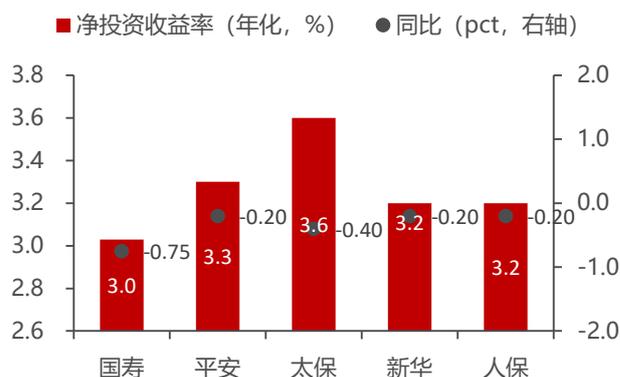
利率下行背景下，险企固收新增配置难度加大，净投资收益率和总投资收益率有所分化。1H24 中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保年化净投资收益率分别为 3.0%/3.3%/3.6%/3.2%/3.2%，分别同比 -0.75pct/-0.20pct/-0.40pct/-0.20pct/-0.20pct。1H24 中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保的年化总投资收益率分别为 3.6%/3.5%/5.4%/4.8%/4.8%，分别同比 +0.2pct/+0.1pct/+1.40pct/+1.1pct/+1.1pct。

图30：各大险企 1H24 年化总投资收益率及同比



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图31：各大险企 1H24 净投资收益率及同比



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图32：1H24 中证红利指数表现



资料来源：iFinD，民生证券研究院；注：指数表现截至 2024 年 9 月 4 日。

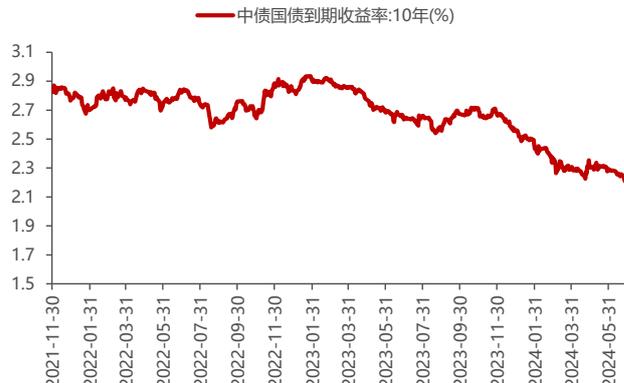
利率持续下行，净投资收益率承压。1H24 主要上市险企年化净投资收益率整体承压，主要受到存量资产到期和新增固定收益资产收益率下降影响。整体来看，各大险企仍坚持均衡资产配置，一方面积极应对利率下行，加大国债等长久期、低风险债券配置，同时积极增加交易性债券产品交易增厚收益。

图33: 沪深300指数和上证综指涨幅表现



资料来源: iFinD, 民生证券研究院; 注: 截至 2024 年 6 月 30 日

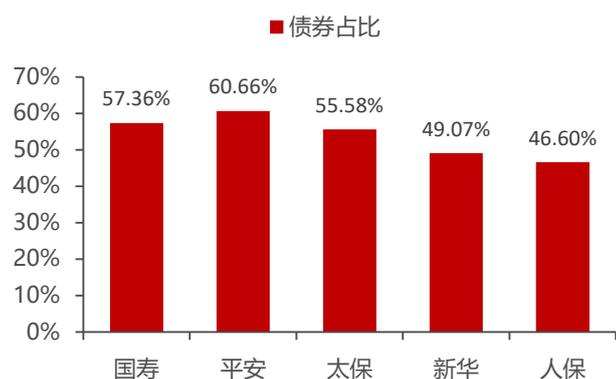
图34: 1H24 十年期国债收益率持续走低



资料来源: iFinD, 民生证券研究院; 注: 截至 2024 年 6 月 30 日

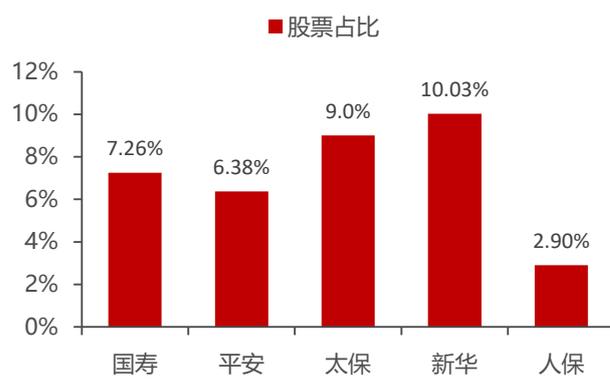
公允价值变动损益增长带动总投资收益率提升。1H24 各大险企加强权益资产的主动管理, 长期资金配置风格逐渐契合市场风格, 叠加利率下行带来的债券上涨, TPL 类金融资产公允价值变动大幅提。在新金融工具准则 IFRS9 下, 未来各大险企有望加大 OCI 高股息股票配置, 在加大股票投资的时候能够平滑利润波动, 公允价值变动损益的增长同时能够提升综合投资收益 (考虑了公允价值变动损益计入其他综合收益)。伴随资本市场改革推进, 各大险企有望进一步把握结构性机会, 未来高股息、新质生产力等有望成为险企权益配置的重要方向, 权益投资弹性有望提升。

图35: 1H24 主要上市险企债券投资占比



资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

图36: 1H24 主要上市险企股票投资占比



资料来源: wind, 民生证券研究院

4.2 投资组合结构: 债券投资占比普遍提升, 股票有所分化

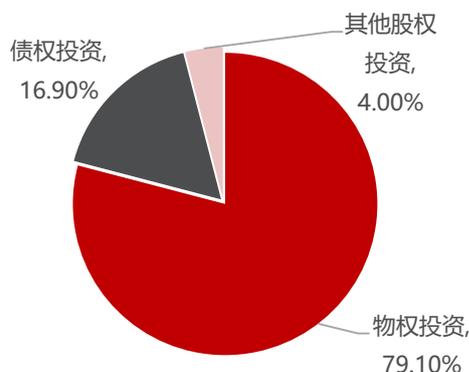
利率下行背景下, 各大险企 1H24 整体仍积极配置债券, 拉长久期做好资产负债匹配, 债券占比整体呈上升趋势。截至 1H24, 中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保债券投资占比分别为

57.36%/60.66%/55.58%/49.07%/46.60%，分别较 2023 年末 +5.77pct/+2.56pct/+3.88pct/-1.33pct/+3.00pct，除新华保险外，其余险企债券占比均有所提升。

股票占比有所分化，新华保险股票占比提升明显。截至 1H24，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保股票投资占比分别为 7.26%/6.38%/9.0%/10.03%/2.90%，分别较 2023 年末 -0.32pct/+0.18pct/+0.61pct/+2.13pct/-0.30pct。

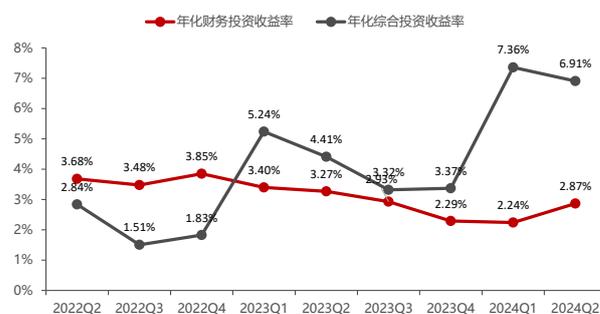
中国平安不动产投资：截至 1H24，中国平安不动产投资余额为 2074.25 亿元，占比总投资资产 4.0%。细分资产方面，仍以物权投资为主，物权投资/债权投资/其他股权投资占比分别为 79.1%/16.9%/4.0%。

图37：中国平安不动产投资资产种类分布(截至 1H24)



资料来源：中国平安公司公告，民生证券研究院

图38：保险业年化财务/综合投资收益率



资料来源：国家金融监督管理总局，民生证券研究院

5 内含价值：资负优异表现推动 EV 增速回升

依托新业务价值和投资端较为亮眼表现，主要上市险企 1H24 期末内含价值增速回升。中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保 1H24 期末内含价值分别较 2023 年年末+11.4%/+6.2%/+7.4%/+7.8%/+1.8%。

图39：中国人寿内含价值（亿元）及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图40：中国平安内含价值（亿元）及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图41：中国太保内含价值（亿元）及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图42：新华保险内含价值（亿元）及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图43：中国人保内含价值（亿元）及增速


资料来源：iFinD，民生证券研究院

从投资收益率内含价值敏感性来看，新华、太保敏感性较高，伴随宏观经济复苏回暖，投资端有望贡献更大的EV弹性。1) 投资收益率较基础情形+50个基点：中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险的半年NBV分别将+22.1%、+20.4%、+27.7%、+40%；2) 投资收益率较基础情形-50个基点：中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险的半年NBV分别将-22.1%/-20.5%/-27.8%/-40.2%（注：平安为一年NBV口径，其余为半年NBV口径）。

表1：中国人寿1H24内含价值敏感性分析

	扣除要求资本成本之后的有效业务 价值-比例变动	扣除要求资本成本之后的上半年新业务 价值-比例变动
基础情形	/	/
风险贴现率提高 50 个基点	-4.9%	-4.8%
风险贴现率降低 50 个基点	5.3%	5.2%
投资回报率提高 50 个基点	22.2%	22.1%
投资回报率降低 50 个基点	-22.1%	-22.1%
费用率提高 10%	-1.3%	-6.8%
费用率降低 10%	1.3%	6.8%
非年金产品的死亡率提高 10% ； 年金产品的死亡率降低 10%	-0.8%	-1.6%
非年金产品的死亡率降低 10% ； 年金产品的死亡率提高 10%	0.8%	1.6%
退保率提高 10%	-1.4%	-2.7%
退保率降低 10%	1.4%	2.9%
发病率提高 10%	-1.7%	-3.4%
发病率降低 10%	1.7%	3.4%
考虑分散效应的有效业务价值	7.4%	-

资料来源：中国人寿公司公告，民生证券研究院

表2：中国平安 1H24 内含价值敏感性分析

	集团内含价值-比例变动	寿险及健康险业务内含价值-比例变动	一年新业务价值-比例变动
基准假设	/	/	/
投资收益率每年增加 50 个基点	7.6%	12.2%	20.4%
风险贴现率每年增加 50 个基点	-1.5%	-2.4%	-4.2%
投资收益率每年减少 50 个基点	-7.6%	-12.2%	-20.5%
风险贴现率每年减少 50 个基点	1.6%	2.6%	4.5%
死亡、疾病和意外等发生率上升 10%	-1.8%	-2.9%	-8.0%
保单失效率上升 10%	-0.1%	-0.2%	-1.3%
维持费用上升 10%	-0.3%	-0.4%	-0.7%
客户分红比例增加 5%	-0.6%	-0.9%	-0.4%
权益资产公允价值下跌 10%	-1.8%	-2.2%	不适用

资料来源：中国平安公司公告，民生证券研究院

表3：中国太保 1H24 内含价值敏感性分析

	有效业务价值-比例变动	半年新业务价值-比例变动
情形 1：基础假设	/	/
风险贴现率假设 +50 个基点	-3.8%	-5.1%
风险贴现率假设 -50 个基点	4.1%	5.6%
投资收益率假设 +50 个基点	21.6%	27.7%
投资收益率假设 -50 个基点	-21.4%	-27.8%
死亡率假设提高 10%	-0.6%	-1.1%
死亡率假设降低 10%	0.6%	1.1%
疾病发生率假设提高 10%	-3.3%	-1.6%
退保率假设提高 10%	0.8%	-1.6%
退保率假设降低 10%	-0.8%	1.7%
费用假设提高 10%	-1.4%	-4.4%

资料来源：中国太保公司公告，民生证券研究院

表4：新华保险 1H24 内含价值敏感性分析

	扣除要求资本成本后的有效业务价值-比例变动	扣除要求资本成本后的上半年新业务价值-比例变动
中间情形	/	/
风险贴现率 11.5%	-5.9%	-5.9%
风险贴现率 10.5%	6.4%	6.5%
投资回报率比中间情景提高 50 个基点	34.5%	40.0%
投资回报率比中间情景降低 50 个基点	-34.7%	-40.2%
获取费用和维持费用提高 10% (中间情景的 110%)	-2.2%	-15.3%
获取费用和维持费用降低 10% (中间情景的 90%)	2.2%	15.3%
失效和退保率提高 10% (中间情景的 110%)	0.2%	-5.4%
失效和退保率降低 10% (中间情景的 90%)	-0.2%	5.8%
死亡率提高 10% (中间情景的 110%)	-1.1%	-1.6%

死亡率降低 10% (中间情景的 90%)	1.1%	1.7%
发病率及赔付率提高 10% (中间情景的 110%)	-6.0%	-4.6%
发病率及赔付率降低 10% (中间情景的 90%)	6.1%	4.6%
75%的分红业务盈余分配给保单持有人	-5.0%	0.0%

资料来源：新华公司公告，民生证券研究院

6 投资建议

整体回顾 2024 年半年报，在预定利率切换执行落地、各渠道“报行合一”以及宏观利率不断下行的背景下，各大险企负债端经营均呈现良好复苏态势，负债端在 2023 年同期相对较高基数下，规模表现短期有所波动，但伴随产品结构调整，尤其是长期期交等高价值产品的占比提升，NBV 和 NBVM 伴随渠道持续的清虚提质而维持亮眼表现。

投资端方面，上半年利率持续下行，主要上市险企在坚持以固收为主的资产配置结构基础上，一方面加大长长期债券的配置，拉长久期，做好资产负债久期匹配，同时积极寻找权益类资产阶段性的配置机会，伴随红利等权益市场风格行情，险企投资端实现了公允价值变动损益增加和股息收入提升，从而夯实了整体投资表现。净投资收益率因存量逐步到期叠加新增配置压力短期承压，总投资收益率和综合投资收益率则均呈现良好反弹表现。

同时各大险企在 2024 年上半年归母净利润实现优异表现的基础上，坚持稳健的分红派息政策，重视投资者投资回报，中国人寿/中国平安/新华保险/中国人保均进行中期分红，呼应新“国九条”对于加强分红的倡导，中期分红整体体现了头部上市险企对于股东回报、业务发展、偿付能力的良好平衡，全年分红比例和额度有望进一步夯实，从而增强投资者信心。

展望下半年，我们认为在新一轮的人身险预定利率调降、产品切换和“报行合一”深入的背景下，上市险企产品结构有望继续优化，长期期交产品占比有望提升，保障型险种和以分红险为代表的非保证收益产品供给、需求均有望提升，同时考虑到去年下半年同期较低基数，NBVM 和 NBV 表现有望继续改善。

我们认为接下来需重点关注分红险产品供需两端增长情况对于寿险负债端的带动。财险方面，伴随宏观经济回暖和相关汽车消费支持政策的落地，车险和非车险均有望迎来景气度回升，通过持续管控费用端和提升承保质量来夯实承保盈利表现。建议重点关注经营稳健、产品体系丰富的头部寿险标的中国太保，关注中国平安、中国人寿、新华保险，以及财险龙头中国财险。

7 风险提示

- 1) **政策不及预期。**宏观经济复苏放缓，影响居民可支配收入和消费预期，拖累险企负债端表现；影响资本市场活跃度表现，拖累券商营收；部分政策趋紧抑制行业创新。
- 2) **资本市场波动加大：**拖累险企和券商投资端表现，造成净利润大幅波动。
- 3) **居民财富增长不及预期：**购买力和需求下降拖累保险负债端表现。
- 4) **长期利率下行超预期：**险资资产负债匹配难度加大，拖累净投资收益率水平，潜在“利差损”风险上升。
- 5) **险企改革不及预期：**预定利率下调和“报行合一”在各个渠道持续推进的背景下，险企个险和银保渠道改革效果下降，渠道人力规模和高质量人力收到冲击，同时产品开发无法匹配客户需求，导致新业务价值表现承压。

插图目录

图 1:	1H24 各大险企总保费增速.....	3
图 2:	1H24 各大险企保险服务收入 (亿元) 及同比.....	3
图 3:	主要上市险企新业务价值率 NBVM.....	4
图 4:	1H24 各大险企 NBV 同比均较快增长.....	4
图 5:	1H24 各大险企个险渠道新业务价值同比均增长.....	4
图 6:	1H24 寿险首年新单保费同比增速普遍转负.....	5
图 7:	1H24 主要财产险企保险服务收入及同比增长.....	5
图 8:	1H24 主要财产险企保费增速.....	5
图 9:	1H24 各大财险公司综合成本率 (COR) 表现.....	6
图 10:	1H24 各大财险公司承保利润同比增速.....	6
图 11:	主要上市财险公司综合成本率 (%).....	6
图 12:	主要上市险企综合赔付率 (%).....	6
图 13:	主要上市险企综合费用率 (%).....	7
图 14:	1H24 太保财险车险与非车险原保费收入 (百万元) 及增长.....	7
图 15:	主要上市险企 1H24 个险渠道 NBV 同比增长.....	9
图 16:	主要上市险企银保渠道 1H24 保费同比均下降.....	9
图 17:	太保寿险银保渠道 1H24 新保及续期表现 (百万元).....	10
图 18:	新华保险银保渠道 1H24 新保及续期表现 (百万元).....	10
图 19:	中国人寿销售人力规模降幅趋缓.....	10
图 20:	中国平安销售人力规模逐步趋稳.....	10
图 21:	新华保险个险营销员人力 (万人).....	11
图 22:	中国太保月均保险营销员 (万人).....	11
图 23:	各大险企 1H24 归母净利润同比表现.....	12
图 24:	1H24 各险企基本每股收益及同比 (元).....	12
图 25:	主要上市险企营收同比增长率.....	12
图 26:	主要上市险企净利润同比增长率.....	12
图 27:	1H24 主要上市险企拟派发中期分红.....	13
图 28:	1H24 主要上市险企中期分红股息率.....	13
图 29:	合同服务边际较上年末增长.....	14
图 30:	各大险企 1H24 年化总投资收益率及同比.....	15
图 31:	各大险企 1H24 净投资收益率及同比.....	15
图 32:	1H24 中证红利指数表现.....	15
图 33:	沪深 300 指数和上证综指涨幅表现.....	16
图 34:	1H24 十年期国债收益率持续走低.....	16
图 35:	1H24 主要上市险企债券投资占比.....	16
图 36:	1H24 主要上市险企股票投资占比.....	16
图 37:	中国平安不动产投资资产种类分布 (截至 1H24).....	17
图 38:	保险业年化财务/综合投资收益率.....	17
图 39:	中国人寿内含价值 (亿元) 及增速.....	18
图 40:	中国平安内含价值 (亿元) 及增速.....	18
图 41:	中国太保内含价值 (亿元) 及增速.....	18
图 42:	新华保险内含价值 (亿元) 及增速.....	18
图 43:	中国人保内含价值 (亿元) 及增速.....	19

表格目录

表 1:	中国人寿 1H24 内含价值敏感性分析.....	19
表 2:	中国平安 1H24 内含价值敏感性分析.....	20
表 3:	中国太保 1H24 内含价值敏感性分析.....	20
表 4:	新华保险 1H24 内含价值敏感性分析.....	20

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026