

## 保险 II

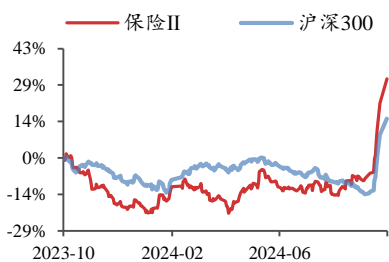
2024 年 10 月 09 日

## 新华保险前三季度业绩翻倍，全年 ROE 高增助推估值上行

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

- 《8月人身险高增受益停售窗口，全年负债端展望乐观——行业点评报告》  
-2024.9.18
- 《保险业高质量发展意见出台，支持头部险企做优做强——行业点评报告》  
-2024.9.12
- 《以日韩寿险业为鉴，监管呵护下利差损风险可控——行业深度报告》  
-2024.9.11

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

唐关勇（联系人）

tanguanyong@kysec.cn

证书编号：S0790123070030

### ● 新华保险披露 2024 前三季度业绩翻倍，看好寿险板块超额机会

2024 年 10 月 8 日新华保险披露业绩预增公告，2024 年前三季度预计实现归母净利润 186.07-205.15 亿元，同比增长 95%至 115%，公司认为主因前三季度提升权益资产配置比例，受益资本市场回暖下投资端业绩同比高增，同时负债端业务结构持续优化，业绩符合我们预期。以业绩预告区间计算，新华保险单 3 季度净利润 75.1 亿-94.2 亿，同比扭亏，3 季度净利润体量接近上半年水平（2024H1 净利润 111 亿元）。2024Q3 沪深 300/上证 50/红利指数分别+16%/+15%/+4%，同比提升明显，2024H1 分别+0.9%/+3.0%/+11.3%。考虑保险服务业绩波动较小，预计新华保险 3 季度投资服务业绩或接近上半年水平，主要受益于 3 季度权益市场普涨，而 FVTPL 项下债券收益率或弱于 2024H1，同时考虑分红险等浮动成本上升或提高承保财务损益，新华保险 3 季度业绩整体符合我们预期。

### ● 新准则下上市险企权益弹性更加突显，ROE 高增有望驱动 PB 估值上行

(1) 上市险企权益弹性提升，新华保险 FVTPL 占比高。新金融工具准则下寿险公司分类到 FVTPL 的股票占比提升，权益弹性较旧准则更加突出，我们统计 2024H1 末分类为 FVTPL 的股票规模及占净资产的比重分别新华保险 2949 亿（328%）、中国人寿 6813 亿（138%）、中国太保 3089 亿（112%）、中国平安 4104 亿（44%）。（见附图 1）(2) 2024 前三季度净利润预计明显改善。2023Q3 沪深 300 下跌 4%，当期上市寿险业绩基数较低（新华保险/中国人寿归母净利润分别：亏损 4.4 亿/0.53 亿），2024Q3 股市回暖下资产端驱动业绩明显提升，2024 前三季度归母净利润同比增速我们预计：中国人寿+81%、中国太保+71%、中国平安+29%。

(3) 展望 4 季度和全年业绩保持高增。上市险企负债端延续高景气，CSM 恢复正增长下承保利润逐步释放，4 季度投资端表现有望延续 3 季度高景气。(4) ROE 高增有望驱动 PB 估值上行。我们预测上市险企 2024Q3 年化 ROE 分别为新华保险 23.3%（取披露区间中值）、中国太保 21.0%、中国人寿 18.1%、中国平安 16.2%，分别同比+11pct、+6.8pct、+7.3pct、+3.0pct。2015H1/2019Q1 中国人寿年化 ROE 达 21.2%/30.50%，对应 PB 峰值 4.45/2.86 倍，截至 10 月 8 日公司 PB 估值 2.77 倍；新华保险 2015H1/2019Q1 年化 ROE 达 25.7%/19.4%，对应 PB 峰值 4.05/3.06 倍，10 月 8 日公司 PB1.82 倍，考虑长债利率中枢下行对寿险估值带来一定影响，本轮 ROE 改善仍有望驱动 PB 估值上行。（见附图 2）

### ● 负债端延续高景气，资产端驱动全年业绩高增，继续看好寿险板块超额机会

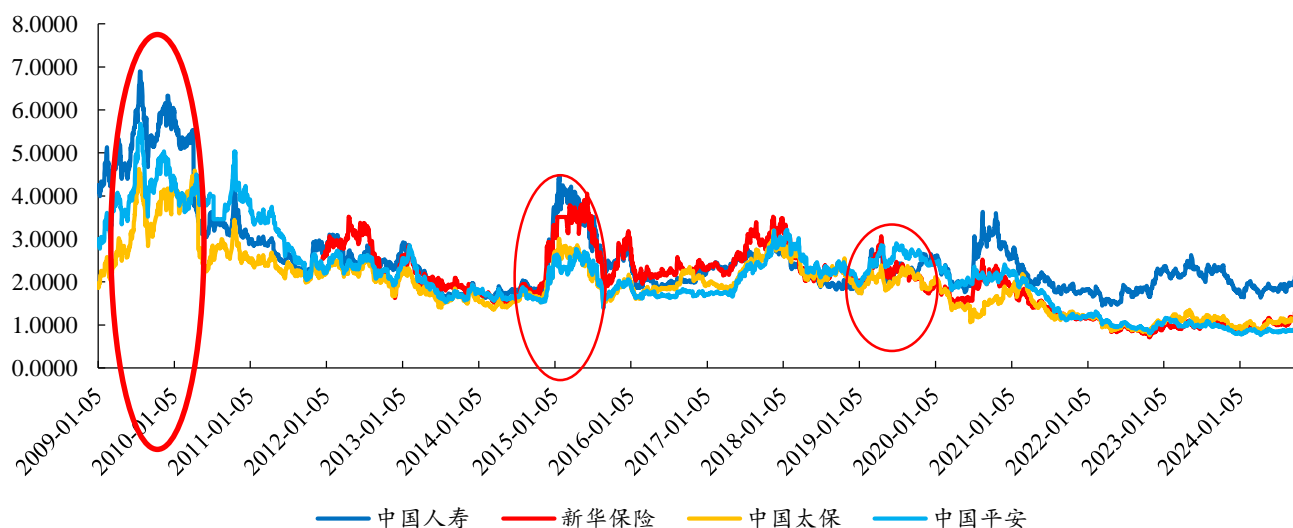
权益市场明显改善叠加低基数，预计寿险板块下半年业绩同比增速持续扩张，业绩增速有望超预期。寿险负债端景气度有望延续，停售影响叠加价值率改善下，2024Q3NBV 增速有望延续上半年高质量增长，CSM 正增长利于后续营运利润释放。稳增长和稳股市政策信号较强，长债利率底部企稳，监管呵护调降负债成本，银行合一持续深化，利差损担忧逐步缓解，2024 年 ROE 提升有望驱动 PB 估值上行，继续看好寿险板块超额机会。推荐中国人寿，受益标的新华保险，看好中国平安、中国太保。

● 风险提示：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端不及预期。

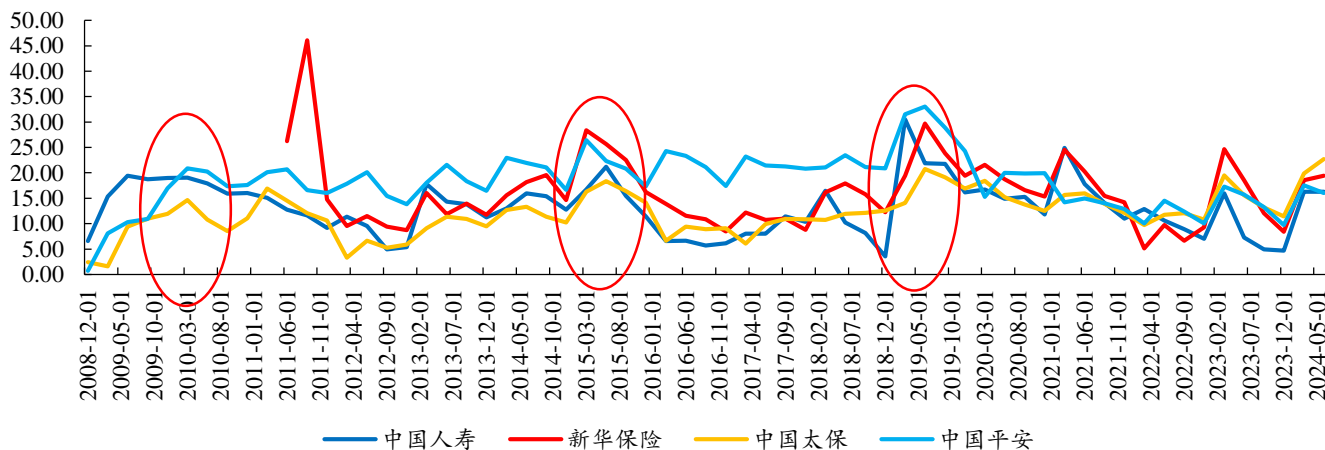
**附图 1：2024H1 上市险企交易性金融资产中股票和债券占投资资产和净资产的比重看，新华保险权益弹性最强**

	交易性金融资产/投资资产	交易性金融资产-权益/投资资产	交易性金融资产-债券/投资资产
中国人寿	14.4%	11.2%	3.2%
中国平安	24.8%	7.9%	16.9%
中国太保	26.4%	12.6%	13.8%
新华保险	33.1%	20.5%	12.6%
	交易性金融资产/净资产	交易性金融资产-权益/净资产	交易性金融资产-债券/净资产
中国人寿	177%	138%	39%
中国平安	139%	44%	95%
中国太保	234%	112%	123%
新华保险	529%	328%	201%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

**附图 2：4 家上市险企 PB 估值长期中枢有所下移，但三轮牛市峰值弹性较强**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**附图 3：4 家上市险企三轮牛市阶段 ROE 明显改善**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**附图 4：4 家上市险企 PB/PEV 估值较近 5 年峰值空间为 33%/63%**

估值表现					
	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	平均
PB (LF)	2.77	1.24	1.52	1.82	1.76
近5年历史中位数	1.99	1.11	1.18	1.14	1.30
近5年历史最高点	3.63	2.74	2.19	2.52	2.34
当前历史分位数 (5年)	92.1%	60.0%	79.8%	83.4%	76.5%
最高点/当前-1	31%	120%	44%	38%	33%
估值表现					
	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	平均
PEV	0.97	0.76	0.69	0.59	0.78
近5年历史中位数	0.82	0.68	0.57	0.50	0.64
近5年历史最高点	1.58	1.81	1.16	1.10	1.28
当前历史分位数 (5年)	64.3%	54.2%	61.0%	55.5%	59.5%
最高点/当前-1	62%	138%	68%	85%	63%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：截至 2024 年 10 月 8 日

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn