

保险 II 行业点评报告

布局权益强 β 的寿险股，调整组合首推新华保险

增持（维持）

2024 年 09 月 30 日

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
wuxs@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002
luoyk@dwzq.com.cn

投资要点

- 9 月末以来，政策打出组合拳，A 股出现持续逼空上涨式行情。我们认为寿险股有望迎来估值与业绩的双击，首推弹性标的新华保险，其次中国人寿，以及充分受益于一揽子金融政策的综合金融标的中国平安。
- 近期政策组合拳对保险行业带来中长期明确利好。1) 政治局会议提出大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点，努力提振资本市场；2) 证监会负责人表示将完善“长钱长投”的制度环境。3) 金监局负责人提出扩大保险资金长期投资改革试点，支持其他符合条件的保险机构设立私募证券投资基金，进一步加大对资本市场的投资力度。督促指导保险公司优化考核机制，鼓励引导保险资金开展长期权益投资。4) 央行负责人表示将创设证券、基金、保险公司互换便利，支持资本市场发展；5) 国务院政策例行吹风会深度解读新保险国十条内涵，对于充分发挥保险业的经济减震器和社会稳定器的功能，提升保险保障能力和服务水平，推进金融强国建设，服务中国式现代化大局，具有重要意义。下一步将继续优化保险资金运用的监管政策、抓紧出台养老金融配套政策、完善商业健康保险配套政策文件以及进一步推进保险业法治建设等。
- 复盘来看，本轮行情似有 2014 年末至 2015 年初行情的影子。复盘来看，彼时行情开始于 2014 年 9 月，11 月叠加降息、沪港通等因素，在券商股的带动下，保险股实现了超额收益。跨年估值切换下，上市险企平均 P/EV 从 0.9X 提升至 1.56X，从累计涨幅来看国寿(140%)>新华(114%)>平安(88%)>太保(71%)。券商逼空式上涨阶段往往是保险板块蓄势的重要阶段，保险弹性弱于券商但持续性可能更强。当前，中国人寿和新华保险，兼具“保险股中的券商股”+“逆势底部加仓收获权益浮盈”。
- 股债跷跷板行情下，长端利率低位快速反弹，利差损隐忧或有缓解。截止 9 月 29 日，10 年期国债到期收益率为 2.25%，本轮底部上行幅度超过 22bps，底部反转信号明确。同时，近期主要城市限购进一步松绑，政策利好密集释放，地产对保险板块估值掣肘有望被打开。持续低利率环境下，打破险企长期资金入市的堵点有望提升未来投资收益率中枢。我们预计，未来可能从优化偿付能力监管制度差异化降低股票市场风险因子计量、调整保险资金新金融工具会计准则核算方法等方面出发，打通影响保险资金长期投资的制度障碍。
- 随着对宏观预期的逐步修复和权益市场逐步回暖，上市险企净利润和价值增长有望实现逐季修复和改善，估值与业绩双击可期。后续市场将全面上调 3Q24 单季度利润增速。从本轮弹性来看，我们计算了 1H24 上市险企股票余额/所有者权益比值，其中新华(160%)>国寿(88%)>太保(75%)>平安(26%)>人保(13%)；我们计算了 1H24 上市险企交易性股票余额占权益股票投资比例其中国寿(92%)>新华(88%)>太保(79%)>人保(59%)>平安(38%)，优选新华和国寿。
- 投资建议：布局权益强 β 的寿险股，调整组合首推新华保险。当前寿险股的交易锚——权益进攻强 β 。券商逼空式上涨阶段往往是保险板块蓄势的重要阶段，保险弹性弱于券商但持续性可能更强。首推弹性标的新华保险，其次中国人寿，兼具“保险股中的券商股”+“逆势底部加仓收获权益浮盈”，以及充分受益于一揽子金融政策的综合金融标的中国平安。
- 风险提示：1) 权益市场大幅波动；2) 利率底部持续徘徊

行业走势



相关研究

《养老保障与财富管理需求或被激发——渐进式延迟法定退休年龄对商业保险影响分析》

2024-09-18

《谱写严监管、防风险与促发展的协奏曲——新保险国十条解读》

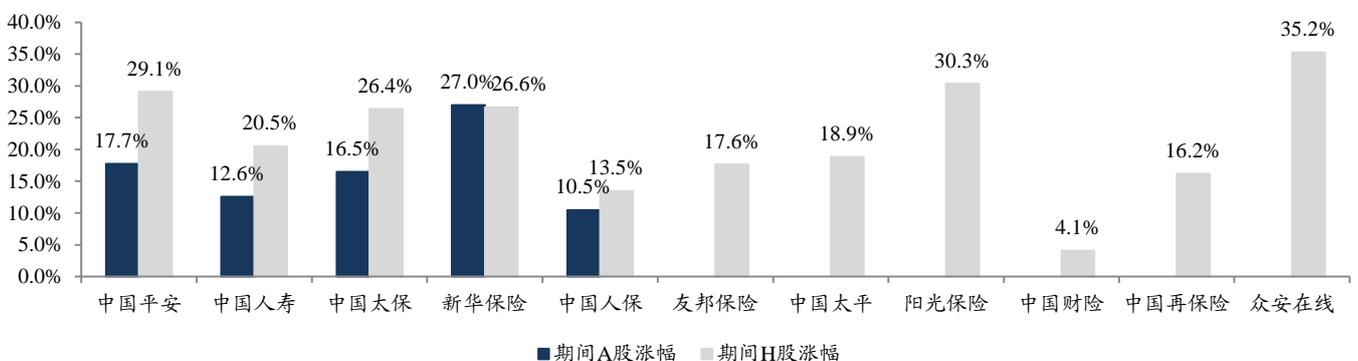
2024-09-12

表1: 近期政策组合拳对保险行业带来中长期明确利好

| 会议/文件 | 部委 | 涉及主要内容 |
|-----------------------------|-------------|---|
| 国新办举行新闻发布会介绍金融支持经济高质量发展有关情况 | 央行 | 创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性，这项政策将大幅提升机构的资金获取能力和股票增持能力 支持资本市场持续稳健发展。 |
| | 金监总局 | 1. 扩大保险资金长期投资改革试点，支持其他符合条件的保险机构设立私募证券投资基金，进一步加大对资本市场的投资力度。 2. 督促指导保险公司优化考核机制，鼓励引导保险资金开展长期权益投资。完善“长钱长投”的制度环境。重点是提高对中长期资金权益投资的监管包容性，全面落实3年以上长周期考核。打通影响保险资金长期投资的制度障碍，促进保险机构做坚定的价值投资者，为资本市场提供稳定的长期投资。 |
| | 证监会 | 着力完善各类中长期资金入市配套政策制度。 建立健全商业保险资金、各类养老金等中长期资金的三年以上长周期考核机制，推动树立长期业绩导向。 |
| 《关于推动中长期资金入市的指导意见》 | 中央金融办、中国证监会 | 培育壮大保险资金等耐心资本，打通影响保险资金长期投资的制度障碍，完善考核评估机制，丰富商业保险资金长期投资模式，完善权益投资监管制度，督促指导国有保险公司优化长周期考核机制，促进保险机构做坚定的价值投资者，为资本市场提供稳定的长期投资。 |
| 9月26日中共中央政治局会议 | | 大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点，努力提振资本市场 |
| 国务院政策例行吹风会 | | 1. 将继续优化保险资金运用的监管政策，引导保险公司完善内部长周期考核机制，加大对战略性新兴产业、先进制造业、新型基础设施等领域的投资力度，更好地服务新质生产力发展。 2. 抓紧出台配套政策，科学界定商保年金的内涵和外延，鼓励保险公司发挥精算技术、长期产品开发、长期资金管理等优势，为人民群众提供丰富多样的养老保障和跨期财务规划服务。 3. 将出台商业健康保险配套政策文件。 4. 将进一步推进保险业法治建设。1) 推进《保险法》修订。2) 优化保险机构公司治理、偿付能力、资产负债管理、资金运用以及保险责任准备金等方面的监管制度。3) 进一步完善保险业的监管执法机制。 5. 将以新能源车险改革为切入点，持续深化车险综改，在巩固“三项机制”成果的同时，研究优化新能源车险自主定价系数范围，探索家用网约车运营组合产品，探讨高赔付车辆风险分担机制，尽量解决投保难问题。 |

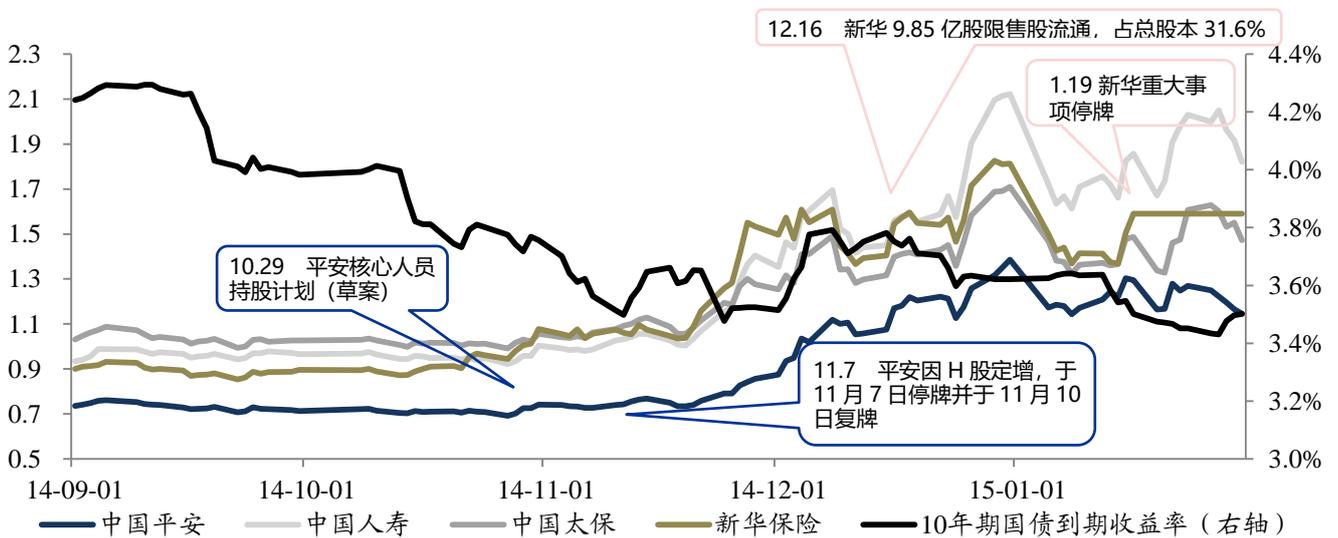
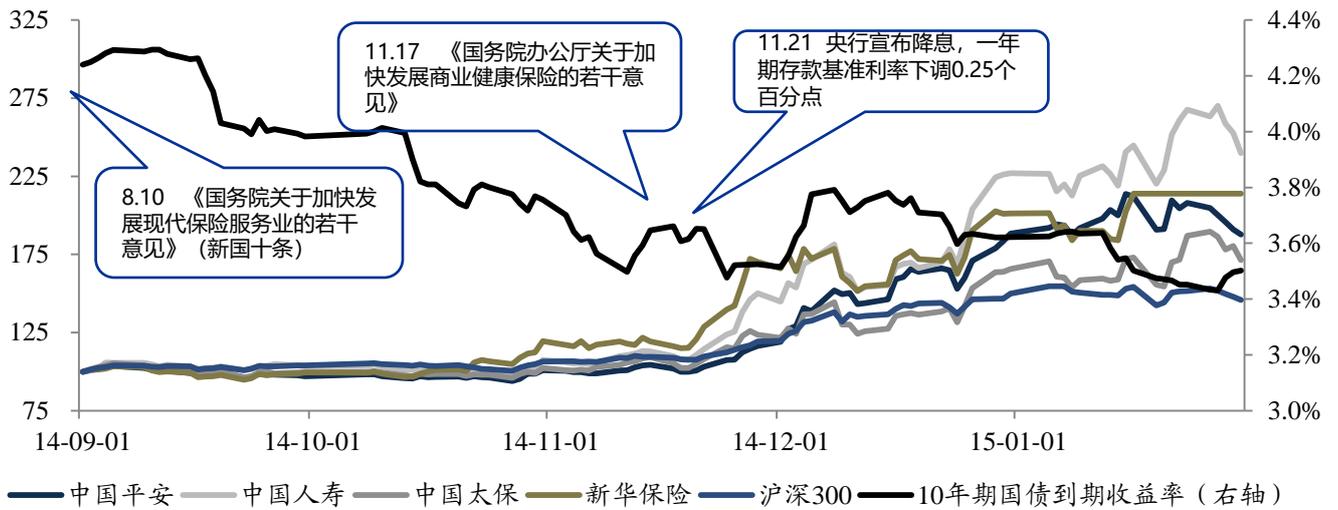
数据来源：国务院，金监总局，证监会，东吴证券研究所

图1: 2024年9月23日至2024年9月27日期间AH保险股累计涨幅对比



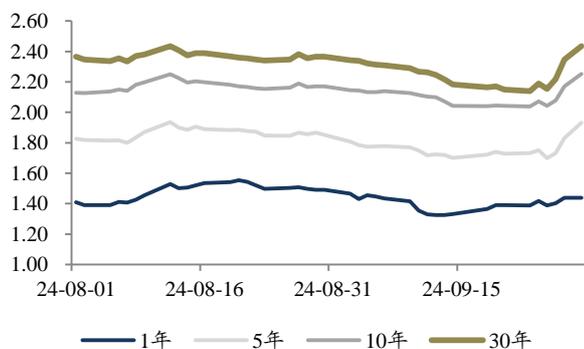
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2: 2014年9月至2015年1月, A股上市险企股价复盘(上图为股价走势, 下图为P/EV估值变化)



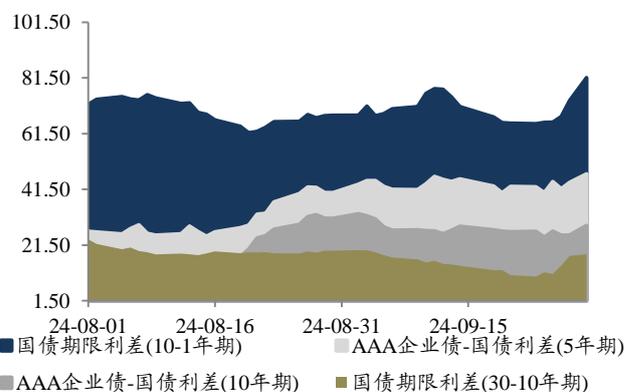
数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 上图基期日期选取2014年9月1日, 基期为100,

图3: 近期长端利率有底部上行迹象(单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 信用和期限利差均出现走阔(单位: BP)



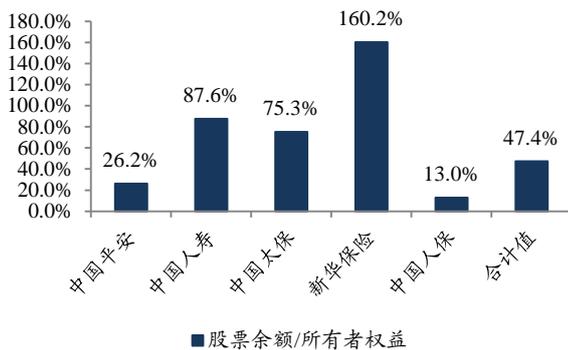
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表2: A股上市险企 FVOCI 权益工具配置情况一览表 (单位: 百万元)

| 2024/6/30 | 平安 | 国寿 | 太保 | 新华 | 人保 | 合计值 |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 保险资金运用余额 | 5,203,251 | 6,086,485 | 2,456,027 | 1,438,991 | 1,531,827 | 16,716,581 |
| 权益投资余额 | 824,682 | 1,192,838 | 388,479 | 356,042 | 452,446 | 3,214,487 |
| 股票投资余额 | 331,930 | 441,739 | 221,252 | 144,298 | 44,987 | 1,184,206 |
| 其他权益工具投资期末余额 | 206,035 | 159,564 | 121,365 | 16,844 | 104,332 | 608,140 |
| 其中: 股票 | 206,035 | 34,144 | 45,982 | 16,824 | 18,214 | 321,199 |
| 其中: 永续金融产品 | - | 73,967 | 28,477 | | 74,590 | 177,034 |
| 其中: 其他权益类投资 | - | 51,453 | 46,666 | 20 | 11,528 | 109,667 |
| 权益投资占比 | 15.8% | 19.6% | 15.8% | 24.7% | 29.5% | 19.2% |
| FVOCI 在权益投资占比 | 25.0% | 13.4% | 31.2% | 4.7% | 23.1% | 18.9% |
| FVOCI 在股票投资占比 | 62.07% | 7.73% | 20.78% | 11.66% | 40.49% | 27.12% |
| 较上年末变化 | 平安 | 国寿 | 太保 | 新华 | 人保 | 合计值 |
| 保险资金运用余额 | 10.2% | 7.5% | 9.2% | 7.7% | 6.9% | 8.5% |
| 权益投资余额 | 0.9% | 8.5% | 11.5% | 19.6% | -2.5% | 6.2% |
| 股票投资余额 | 13.6% | 2.7% | 17.4% | 35.9% | -1.1% | 11.5% |
| 其他权益工具投资期末余额 | 17.7% | 33.1% | 23.9% | 213.7% | 8.1% | 22.9% |
| 其中: 股票 | 17.7% | 130.9% | 69.6% | 214.4% | 13.6% | 34.7% |
| 其中: 永续金融产品 | | 1.6% | 0.0% | | 8.1% | 4.0% |
| 其中: 其他权益类投资 | | 2.0% | 10.1% | 5.3% | 0.3% | 5.1% |
| 权益投资占比 | -1.5pct. | 0.2pct. | 0.3pct. | 2.5pct. | -2.9pct. | -0.4pct. |
| FVOCI 在权益投资占比 | 3.6pct. | 2.5pct. | 3.1pct. | 2.9pct. | 2.3pct. | 2.6pct. |
| FVOCI 在股票投资占比 | 2.1pct. | 4.3pct. | 6.4pct. | 6.6pct. | 5.3pct. | 4.7pct. |

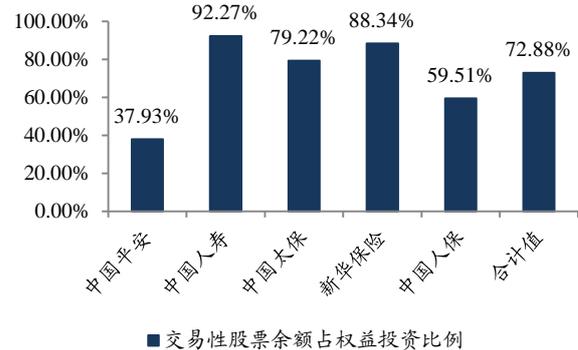
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 股票投资占净资产比例



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 交易性股票占股票权益配置比例



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表3: 上市险企估值表 (以 2024 年 9 月 27 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 | 51.90 | 81.10 | 83.19 | 85.15 | 117.98 | 中国平安 | 0.64 | 0.62 | 0.61 | 0.44 |
| 601628.SH | 中国人寿 | 40.00 | 44.60 | 48.64 | 52.97 | 57.61 | 中国人寿 | 0.90 | 0.82 | 0.76 | 0.69 |
| 601601.SH | 中国太保 | 35.77 | 55.04 | 59.62 | 64.56 | 69.22 | 中国太保 | 0.65 | 0.60 | 0.55 | 0.52 |
| 601336.SH | 新华保险 | 42.20 | 80.29 | 88.81 | 97.57 | 107.16 | 新华保险 | 0.53 | 0.48 | 0.43 | 0.39 |

| | | 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 | 51.90 | 5.01 | 7.09 | 7.64 | 8.04 | 中国平安 | 10.36 | 7.32 | 6.79 | 6.45 |
| 601628.SH | 中国人寿 | 40.00 | 0.75 | 1.11 | 1.36 | 1.50 | 中国人寿 | 53.56 | 35.94 | 29.42 | 26.70 |
| 601601.SH | 中国太保 | 35.77 | 2.83 | 3.30 | 3.91 | 4.47 | 中国太保 | 12.62 | 10.83 | 9.15 | 8.01 |
| 601336.SH | 新华保险 | 42.20 | 2.79 | 3.74 | 4.09 | 4.35 | 新华保险 | 15.11 | 11.28 | 10.31 | 9.70 |

| | | 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 | 51.90 | 49.18 | 52.50 | 56.96 | 63.79 | 中国平安 | 1.06 | 0.99 | 0.91 | 0.81 |
| 601628.SH | 中国人寿 | 40.00 | 16.28 | 17.28 | 18.39 | 19.57 | 中国人寿 | 2.46 | 2.32 | 2.18 | 2.04 |
| 601601.SH | 中国太保 | 35.77 | 25.94 | 28.28 | 31.05 | 34.14 | 中国太保 | 1.38 | 1.26 | 1.15 | 1.05 |
| 601336.SH | 新华保险 | 42.20 | 33.68 | 36.83 | 40.08 | 43.49 | 新华保险 | 1.25 | 1.15 | 1.05 | 0.97 |

| | | 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 | 11.20 | 10.40 | 11.63 | 12.65 | 13.72 | 中国财险 | 0.97 | 0.87 | 0.80 | 0.74 |

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=0.902 元人民币汇率计算, 数据更新至 2024 年 9 月 27 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>