

(报告出品方/作者：东北证券，郑君怡)

## 1.回顾：保险股取得超额收益，业绩处于周期底部

### 1.1.保险股22年显著跑赢大盘，23年初与大盘持平

截至 2022 年一月底保险股和大盘持平。保险指数上涨 6.2%，跑输大盘 1.1%。2022 年全年，保险指数跌 5.5%，显著跑赢大盘。而沪深 300 下跌 22%、万得全 A 下跌 19%，保险指数跑赢沪深 300 及万得全 A 分别 16%，13%。分月度来看，2022 年保险指数的超额收益主要产生于 1 月、8-9 月及 11-12 月。从成因来看阶段性的行情包括政策及利率变动推动股价上涨的核心，估值修复是保险股短期超额收益的主要原因。2022 年全年，保险个股涨幅排名：中国人寿+23%>中国人保+11%>中国平安-7%>中国太保-10%>新华保险-23%。中国人寿凭借品牌及经营优势负债端表现相对稳健且资产端弹性较足，与之相比，平安、太保资产端弹性稍弱，新华负债端相对表现乏力，整体来看中国人寿股价表现较好。

分季度来看，Q1 险企下跌最严重。开门红不理想叠加疫情导致 22 年 Q1 新单下滑较大。2022 年 Q1 出现明显的下跌趋势，保险公司开门红的效果并不理想，本来寿险行业整个个险转型都受到了巨大的压力，再加上疫情的反复，特别是个险营销的现场管理、客户面谈都受到影响，客户购买保险意愿相对较低。在新单保费方面，2022 年 Q1 更是延续了 2021 年的颓势，中国人寿、新华保险、中国平安第一季新单保费分别下滑了 1.5%、6.8%以及 15.4%。根据公司公告显示，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险 2022 年第一季度归母净利润分别为 206.58 亿、151.78 亿、54.37 亿、13.44 亿，同比增速分别为-24.1%、-46.9%、-36.4%、-78.7%。

总体来说，2022Q1 保险公司负债资产端都面临巨大压力，市场 Q1 表现出现拐点。从代理人数量来看，一季度后下滑显著。截至 2022 年 Q2，上市险企营销员较 2021 年年底减少 82 万人，较 2020 年年底减少 110.6 万人。营销员的快速流失导致险企高价值业务受到压制，多家寿险公司长期期交业务及新业务价值出现负增长。

图 6: 人身险累计同比增速放缓



数据来源: 公司公告, 东北证券整理

头条 @未来智库

11月17日, 银保监会发布《人身保险产品信息披露管理办法》

保险公司在公司官方网站以外披露产品信息的内容不得与公司官方网站披露的内容相冲突。保险公司的产品信息材料应有充分的认定依据和完善的保密措施。保险公司

销售一年期以上的人身保险产品, 应在销售过程中以纸质或电子形式向投保人提供产品说明书。保险公司决定停止销售保险产品的, 应当自决定停止之日起 10 个工作日内, 披露后续服务措施等相关信息。

11月18

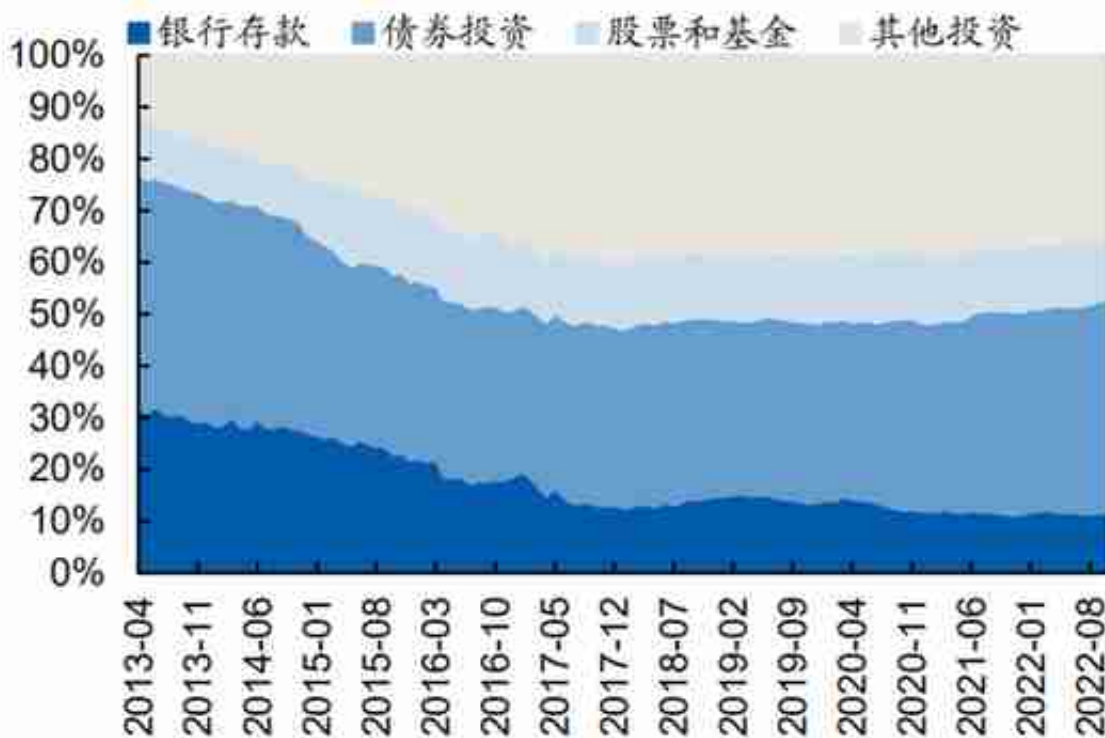
日, 银保监会下发《关于开展增额终身寿险产品专项风险排查工作的通知》 排查重点包括但不限于: 增额比例超过产品定价利率、利润测试的投资收益假设超过公司近 5 年平均投资收益率水平、产品定价的附加费用率假设明显低于实际销售费用等。针对排查发现存在上述问题的产品, 应当立即停止销售, 并按监管规定要求报送产品停售报告, 并做好已销售保单的服务保障工作。

### 1.3.上市险企22年收入和支出受资本市场及疫情影响显著

22 年上市险企利润表现预计不佳。资产端，2022 年震荡的资本市场使得上市险企的净利润也受到股市下跌影响。从三季报来看，在五家 A 股上市险企中，仅有中国人保一家前三季度实现归母净利润 13.1%的同比正增长，其他 4 家则呈现 6%~57%的负增长，预计 A 股上市险企 2022 年归母净利润均将出现不同程度下滑。

疫情影响展业，利率波动影响准备金计提。受疫情影响代理人面对面展业，同时险企销售更多的银保及储蓄类产品等低佣金率产品，上市四家主流寿险公司手续费及佣金 22 年在支出中占比较少，逐步收窄。同时受 750 中债国债收益率移动平均影响及实质偿二代影响，保险公司准备金计提占比从 21 年-22 年显著增加。政策对准备金计提严格把控，22 年 3 月 9 日，银保监会发布《保险公司非寿险业务准备金管理办法实施细则（1-7 号）》明确准备金评估的原则和方法，并加强对保险公司分支机构准备金的管理，要求保险公司对分支机构的准备金评估应客观、公允地反映分支机构的经营情况。规范准备金回溯分析工作，明确了当保险公司的准备金回溯结果出现较大偏差时，保险公司应采取的具体整改措施。

图 20: 保险行业资产配置情况



数据来源：公司公告，东北证券整理

头条 @未来智库

## 1.6.资产端：权益资产的投资收益率拖累整体表现

截至 2022 年 Q3 险企的净投资收益率基本维持在 4.1-4.2%水平，高于十年期国债收益率水平。其中平安 4.20%、国寿 4.12%、太保 4.10%。总投资收益率由于受到权益市场及房地产债的减值影响，普遍低于净投资收益率，其中平安总投资收益率最低为 2.70%，太保最高为 4.10%，国寿为 4.03%，新华为 3.70%。

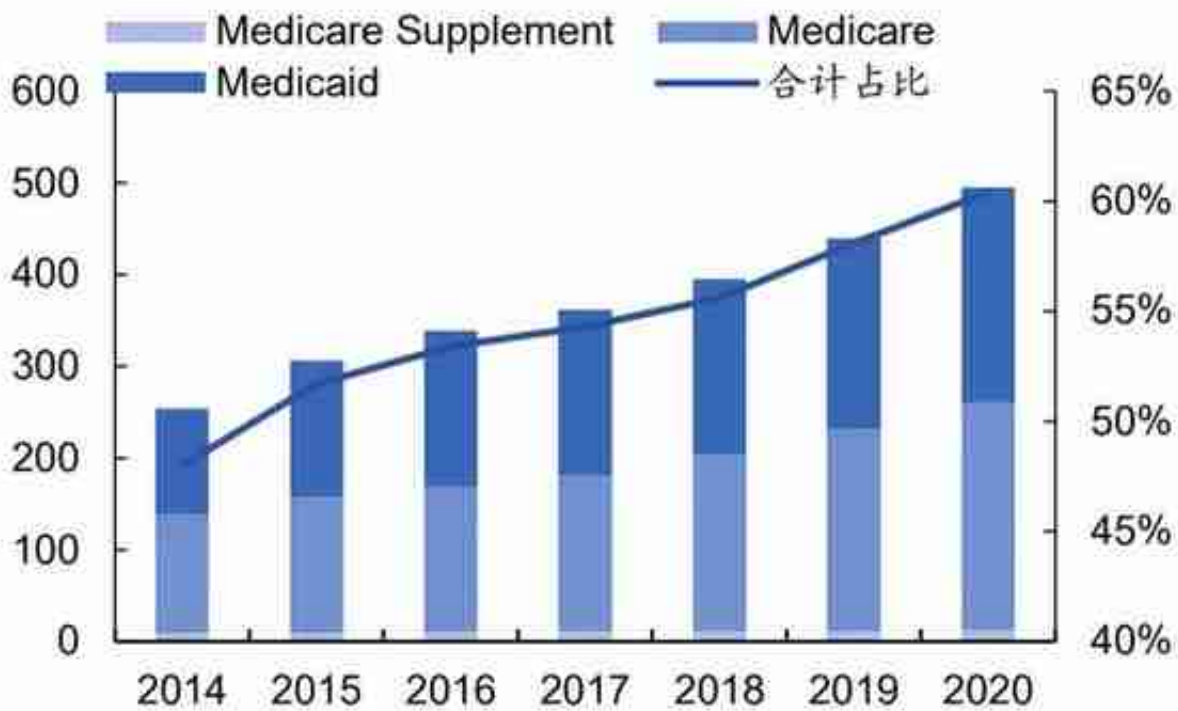
权益类资产的投资收益率波动是拖累投资收益的主因。根据太保披露的数据，H122 其权益资产投资收益率仅 1.20%。资产减值的影响在 2022 年已经大幅减轻：以平安为例，2021 年已处理华夏幸福相关资产减值 432 亿元，H122 公告显示华夏幸福股权投资仅余 31.54 亿元，规模极小。此外，公司投资的金茂、旭辉、碧桂园等公司，计提的减值准备也基本可以覆盖可能的投资损失。

## 2.展望：负债端代理人人数筑底，新周期起点

复盘近十年的保费收入可以观测到，14、16年初开门红驱动整体保费收入有明显同比上行，而18年初受制于监管对快返型短期产品的限制，总保费收入同比大幅下滑，可以看出保险公司的核心收入保费收入呈现一定的周期性，而这种周期性表现为代理人周期，季节周期及监管周期。从19年-21年的代理人持续下滑下，但保费增速基本趋于稳定，可以看出整体保费收入受代理人的周期影响在逐步减弱，行业正向成熟稳定方向发展。

我们认为随着代理人人数的持续下滑，保险行业新周期将开启，新周期的特征表现为代理人人数并不会成为驱动总保费收入的显著变量。渠道转型近三年可见端倪。

图 32: 美国政保类业务收入及占比 (十亿美元)



数据来源: NAIC, 东北证券整理

头条 @未来智库

与发达国家相比，我国寿险行业仍处于发展初级阶段，保险深度和保险密度还处于较低水平。银保监会数据计算，我国大陆地区寿险的保险密度约为160美元，而日本、英国超过900美元，美国和瑞士均超过2000美元。我国人寿保险市场与海外相比还有巨大的发展空间和潜力。

## 2.2.产品：储蓄型新单占比上升，扩规模补价值

每一轮保险行业周期都伴随着量增价提的体征，随着代理人数量下滑放缓，我们预计 2023

年将迎来代理人人数筑底，同时新一轮的扩规模将与保质量周期同步，从新单结构可以看出明显差异。各险企表现如下：

平安：短/长交保障储蓄混合型占比明显提升，长期保障型占比明显下降，预计趋势将持续。

新华：健康险占比明显下降，分红险占比明显提升，传统险占比亦有提升。

国寿：寿险新单占比提升，健康险新单占比下降。

储蓄险新单的提升和整个市场利率下行理财产品缺乏有关，但对险企将带来价值考核的压力。对于客户而言，储蓄险 IRR 较高并且确定，较银行理财、货币基金等风险收益比更佳，因此储蓄险规模增长迅速。但是储蓄险的 NBVM

远低于健康险，根据平安 2021 年报，长期保障型

86.7%，长/短交保障储蓄混合型为 47.4%/20.8%。

过去的保险业发展也证明储蓄险带来的利差/费差损压力，或难以长期发展。储蓄险向保险客户承诺的收益率较高，以增额寿为代表的产品复利收益率可以达到 3%+。兑付承诺收益会加重险企对自身投资收益的依赖。

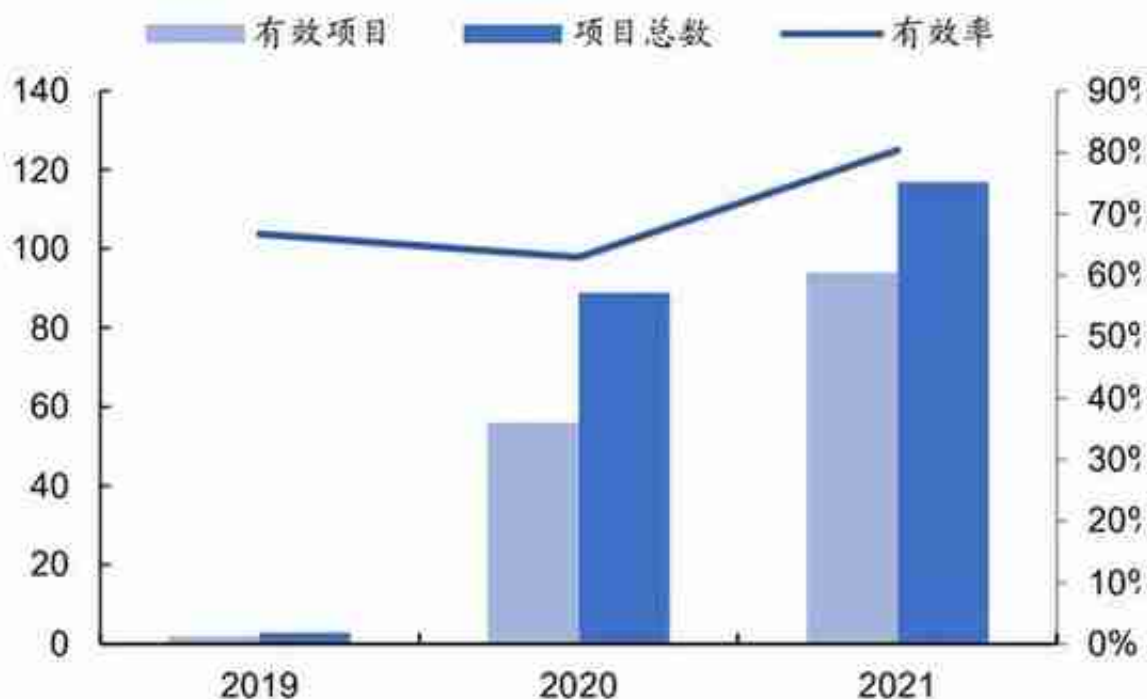
增额终身寿险及高预定利率产品受面临下架风险。2022

年销售火爆的增额寿产品不仅收益高，而且还具备减保、转换年金等灵活条款，可能会使退保率高于精算假设，形成费差损。回顾历史，90

年代高预定利率的储蓄险产品最终酿成利差损危机，监管为此大幅下调预定利率，险企花费很长时间解决历史包袱。理财产品收益率下行周期下，保险开门红吸引力加大，若未来监管下调预定利率，储蓄险吸引力或面临挑战。储蓄险更类似理财产品，吸引力唯在收益率高低，加剧产品

收益率“内卷”。如监管再度下调预定利率，储蓄险的销售热度或将迅速消退。

图 34: 惠民保的有效项目及总项目数 (个)



数据来源：中再寿险&镁信健康，东北证券整理 头条@未来智库

#### 2.4. 养老金：回归服务本质，养老和医疗属性区别于其他金融产品

个人养老金制度框架正式落地，各大金融机构角逐养老金蓝海。2022年4月20日，发布《国务院办公厅关于推动个人养老金发展的意见》个人养老金实行个人账户制度，缴费完全由参加人个人承担。参加人通过个人养老金信息管理服务平台建立个人养老金账户，并且可以用缴纳的个人养老金在符合规定的金融机构购买金融产品，并承担相应的风险，应当指定或者开立一个本人唯一的个人养老金资金账户。5月10日，银保监会下发《关于规范和促进商业养老金融业务发展的通知》规定银行保险机构开展商业养老金融业务应体现养老属性，符合客户长期养老需求和生命周期特点。还对宣传材料进行规范，禁止宣传预期收益率，鼓励积极投向符合国家和产业政策的领域。

9月28

日，银保监会发布《关于促进保险公司参与个人养老金制度有关事项的通知》

明确可参与个人养老金的保险产品的种类，且规定了可经营个人养老金相关业务保险公司的条件：上季度末所有者权益不低于 50 亿元且不低于公司股本的 75%；上季度末的综合偿付能力充足率不低于 150%、核心偿付能力充足率不低于 75%；上季度末责任准备金覆盖率不低于 100%；最近 3 年未受到金融监管部门重大行政处罚。

12 月 1

日，银保监会办公厅发布《关于开展养老保险公司商业养老金业务试点的通知》自 2023 年 1 月 1 日起，在北京市、上海市、江苏省、浙江省、福建省、山东省、河南省、广东省、四川省、陕西省等 10 个省（市）开展商业养老金业务试点。参与试点养老保险公司为：中国人保、中国人寿、中国太保、国民养老保险。试点内容：1、提供包括养老账户管理、养老规划、资金管理和风险管理等服务，满足客户多样化养老需求。2、探索利用多渠道开展商业养老金业务，更广泛地覆盖和触达广大人民群众  
3、探索建立与商业养老金业务特点相适应的销售长期激励机制、风险管控机制和投资管理机制等。

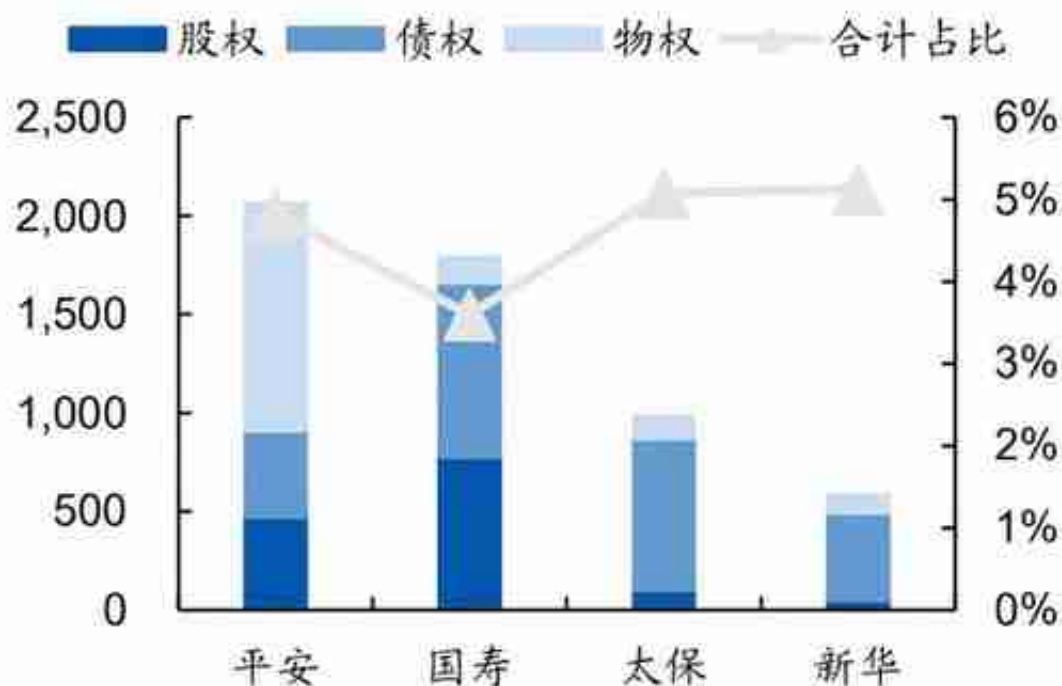
11 月 22

日，银保监会发布《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》，明确保险公司开展个人养老金业务的基本要求，对资本实力和经营规范严格把关，未来发展的趋势将持续完善相应业务规则，有利于规范公司经营行为，推动行业健康发展

。



图 38: 2021 年不动产投资规模及占比 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东北证券整理

头条 @未来智库

我们预计 (1) 房地产股权方面, 由于房地产经营改善需要时间, 政策主要旨在保护 优质市场主体不破产, 整体股权减值部分或可转回, 但分红回报增长可能性较小。(2) 房地产债权方面, 预计部分债权在重组或新的房地产政策下, 信用风险将显著下降。但险企的收益率即为房企的融资成本, 近年来一直处于下行趋势, 预计趋势将保持。(3) 不动产物权方面, 收益率随经济波动, 伴随经济复苏、线下商业活动活跃, 租金收益将明显提升。

### 3.2.同步实行IFRS9和IFRS17, 资产端收益波动加大

#### IF9 和 I17

同步实施将要求险企投资端和负债端联动。如果考虑负债端的同步变动来配置资产端将有利于险企平滑利润。 FVTPL

的增加会加大公司资产端投资收益的波动, 从而加大利润的波动。 IFRS 9

下金融资产重分类, 将金融资产分为 FVTPL、FVOCI 和 AC 三类。原本 IAS 39 框架下, 交易性金融资产分入 FVTPL, 可供出售金融资产分入 FVTPL 和 FVOCI,

持有至到期投资分入 AC。平安已于 2018 年实行 IFRS 9，FVTPL 资产占比由 2017 年的 4.6% 升至 2018 年的 24.0%。FVTPL 的增加会加大公司资产端投资收益的波动，从而加大利润的波动。

### IFRS 17

聚焦保险利润分析，保险业务收入仅确认跟保险服务相关的收入，将减少收入同时对投资端与负债端联动要求更高。承保利润和投资收益将分开披露。采用即期利率计量净资产，利率频繁变动将影响利润表现，考虑到 IFRS 9 下以市价计的投资资产占比提升，一定程度上可缓解报表波动程度。

### 3.3. 经济稳增长预期下利率有望上行，权益市场回暖

经济复苏预期下，长端利率有望上行。随着疫情复苏态势，居民消费持续回暖，根据 IMF 预测 2023 年中国实际 GDP 有望达到 4.4% 显著高于 2022 年 3% 的 GDP 增长率，疫情防控放开后带来的消费级经济复苏预期有望带动长端利率上行。10 年期国债收益率已从 10 月底的 2.6% 升至 2 月 2 号的 2.9%，上升幅度 30BP。预计上半年破 3 在即。