

# 投资收益率逆市改善，保单盈利能力仍待改善 ——从1Q24偿二代二期工程季报看头部寿险公司经营质效

**日期：2024年5月17日**

首席分析师：胡翔

执业证书编号：

S0600516110001

联系邮箱：hux@dwzq.com.cn

证券分析师：葛玉翔

执业证书编号：

S0600522040002

联系邮箱：geyx@dwzq.com.cn

手机：13761633787

研究助理：罗宇康

执业证书编号：

S0600123090002

联系邮箱：

luoyk@dwzq.com.cn

- **头部险企完成披露1Q24偿二代二期工程报告摘要**，我们根据【东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系（寿险篇）】，通过标准化打分加总的形式给样本寿险公司的季度经营、盈利能力、资本效率进行综合评分，标准化得分由高至低为友邦人寿(4.8)、太平人寿(3.5)、泰康人寿(3.0)、平安寿险(2.7)、太保人寿(2.0)、新华人寿(1.9)、中国人寿(1.6)、人民人寿(0.7)。
- 1Q24期末核心偿付能力由4Q23的137.76%提升至140.45%，期末综合偿付能力由4Q23的225.42%下降至223.62%。归因来看，1Q24样本寿险公司期末实际资本较上季度末环比增加2.5%，其中核心资本较上季末环比增加6.0%。但样本寿险公司受资本市场波动及保险合同负债变动影响显现差异。1Q24人民人寿公告1Q24偿付能力改善得益于实际资本上升幅度远高于最低资本，得益于持有至到期投资（HTM）核算的债券重分类影响。
- **寿险公司经营指标分析：投资收益率逆市改善，平安寿险综合盈利能力较强，人民人寿受益于重分类投资表现领跑，太保人寿本期投资表现相对较弱。**1Q24样本寿险公司合计实现保险业务收入8834亿元，期末净资产为1.27万亿元。1Q24样本寿险公司净利润607亿元，可比样本公司口径下同比下滑20.1%（未实施新准则的泰康、人民人寿和友邦人寿旧准则下净利润同比增速明显下降主要系准备金增提拖累）；平均ROE为4.81%；平均净资产收益率为4.81%，平均投资收益率为0.46%（1Q23：0.30%），平均综合投资收益率为1.96%（1Q23：1.37%，人民人寿公告1Q24将HTM核算的债券重分类影响，综合投资收益率达6.0%）。1Q24样本寿险公司ROE由高至低为平安(7.9%)、太保(7.3%)、新华(4.7%)、国寿(4.2%)、太平(2.3%)、泰康(1.7%)、友邦(1.3%)、人民(-2.9%)。1Q24综合投资收益率由高至低为人民(6.0%)、友邦(3.6%)、太平(3.1%)、泰康(2.7%)、平安(1.8%)、太保(1.7%)、国寿(1.4%)、新华(1.2%)。
- **经营效率分析：长期保单盈利能力仍待改善。**从存量保单来看，“保单未来盈余/保险合同负债”表征存量保单盈利能力，1Q24末排名前三甲为友邦人寿、泰康人寿、太平人寿。2023年9月《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》明确，剩余期限10年期以上保单未来盈余计入核心资本的比例，从不超过35%提高至不超过40%，3Q23末该指标从2Q23的5.5%回升至6.9%，但受保单盈利能力趋弱拖累，1Q24样本寿险公司长期保单盈利能力下降至5.7%。
- **最低资本分析：样本寿险公司1Q24末寿险业务保险风险、非寿险业务保险风险、市场风险和信用风险最低资本占比分别为26%、1%、57%和16%（4Q23末为27%、1%、57%和15%）。**1Q24末样本寿险公司中，友邦人寿期末寿险业务保险风险最低资本占比最高（达36%，平均为26%），表征更加“保险姓保”，友邦人寿信用风险最低资本提升最大（达18.9%）；人民人寿信用风险最低资本降幅最大（达-2.0%），主要受部分信托计划、债权计划到期等影响。
- **投资建议：投资收益率逆市改善，保单盈利能力仍待改善。**1Q24权益市场先跌后涨，板块表现分化，但市场风格展现出对长期资金偏好品种的青睐。虽然受益于当前存款利率维持低位，竞品理财表现低迷，保险产品仍有一定吸引力，但保单盈利能力仍有待改善。利率底部上行，季报超预期，首推中国太保。短期估值大于业绩影响，长端利率是胜负手核心。继续推荐充分受益于资产端预期底部反转的纯寿险标的。保险板块首推中国太保，其次推荐中国平安、新华保险和中国人寿。
- **风险提示：1) 二期工程下偿付能力报告为摘要，相关指标解读与实际经营结果和风险水平可能存在偏差；2) 股市波动导致投资收益下滑；3) 偿付能力承压对险企资产负债两端带来负向螺旋影响**



1.引言：偿二代二期工程1Q24报告摘要披露

---

2.主要指标结果分析

---

3.实际资本分析

---

4.最低资本分析

---

5. 主要结论、投资建议与风险提示

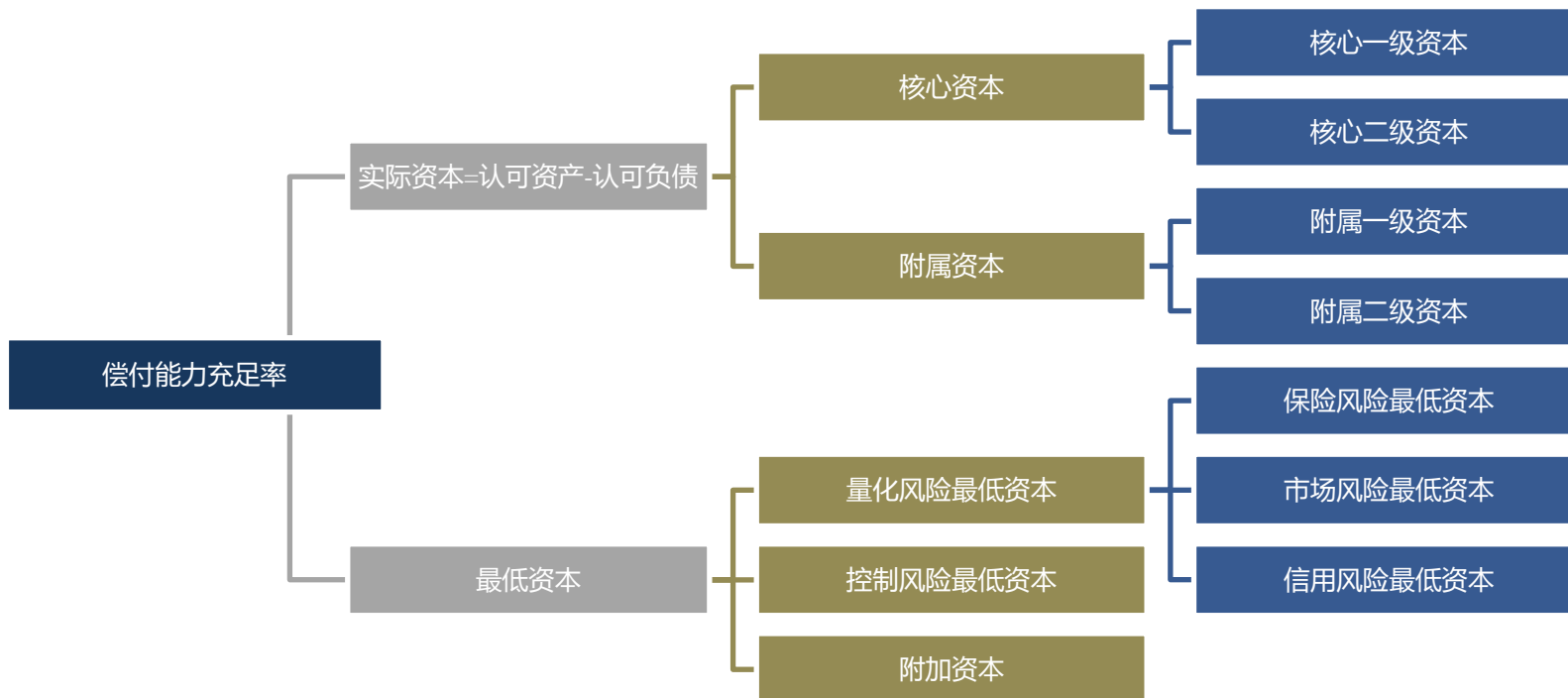
---

## 1.引言：偿二代二期工程1Q24报告摘要披露

## ➤ 偿付能力充足率计算框架

- 核心偿付能力充足率=核心资本/最低资本，衡量高质量资本的充足状况，监管最低要求50%。
- 综合偿付能力充足率=（核心资本+附属资本）/最低资本，衡量资本的总体充足状况，监管最低要求100%。

图：偿付能力充足率计算框架



## 1.2 评价体系

➤ 我们建立了【东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系】，通过标准化打分加总的形式给样本寿险公司的季度经营、盈利能力、资本效率进行综合评分。具体指标如下：



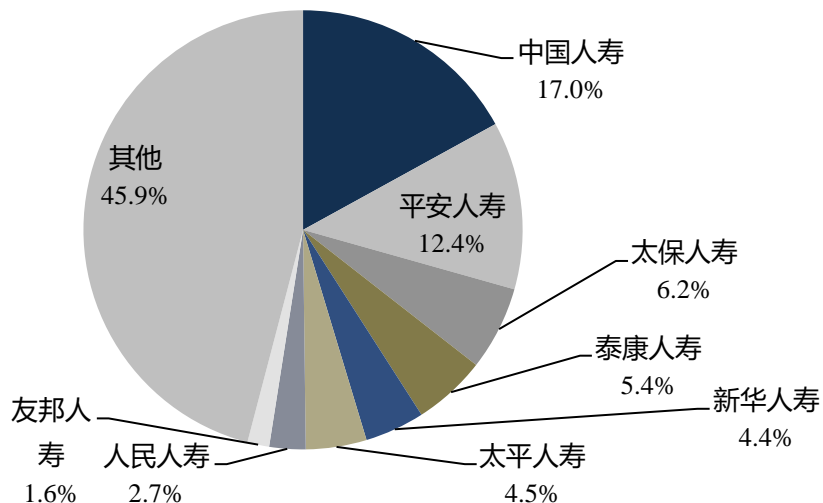
注：相关评价体系请参考2022年5月外发报告《偿二代二期工程季报评价体系（寿险篇）：细拆资本构成，探析经营效率》。由于目前偿二代过渡期政策已结束，因此我们删除了保单未来盈余在核心资本中占比（超过35%扣减，-）这一指标。

# 1.3 样本寿险公司选择

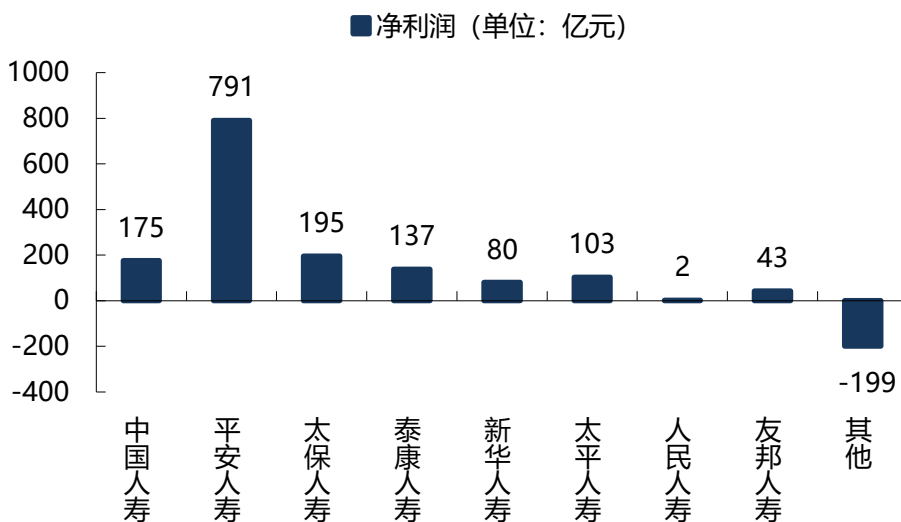
## 我国人身险行业呈现较强的龙头效应，头部公司无论是保费规模还是盈利能力均显著优于中小公司

- 我们选取了传统老七家国内寿险公司（中国人寿、平安人寿、太保人寿、泰康人寿、新华人寿、太平人寿、人民人寿）和外资独资寿险代表友邦人寿，合计8家公司作为样本进行分析。
- 上述八家保险公司2023年原保费收入占到行业总保费的54.1%；净利润总计1327亿，超过行业利润总额，具有相当代表性。

图：样本寿险公司原保费收入占比（2023）



图：样本寿险公司2023年净利润与行业比较



# 1.4主要结论

➤ 标准化得分由高至低为友邦人寿(4.8)、太平人寿(3.5)、泰康人寿(3.0)、平安寿险(2.7)、太保人寿(2.0)、新华人寿(1.9)、中国人寿(1.6)、人民人寿(0.7)

表：东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系（寿险篇，评价时间：1Q24）

指标名称	计算指标	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿
财务指标	规模保费同比增速 (+)	0.0%	1.5%	-2.3%	9.1%	-9.7%	2.8%	-7.5%	26.3%
	综合退保率 (-)	0.0%	0.8%	0.5%	0.9%	0.5%	0.6%	2.0%	0.3%
	ROE (+)	4.2%	7.9%	7.3%	1.7%	4.7%	2.3%	-2.9%	1.3%
	综合投资收益率 (+)	1.4%	1.8%	1.7%	2.7%	1.2%	3.1%	6.0%	3.6%
保单盈利能力	保单未来盈余/保险合同负债 (+)	4.5%	6.2%	5.3%	8.2%	6.0%	7.8%	3.8%	10.3%
净资产稳健性	净资产/核心资本 (+)	65.8%	69.0%	68.7%	69.4%	65.9%	73.3%	71.5%	39.5%
最低资本构成	保险风险最低资本占比 (+)	19.6%	33.2%	28.3%	27.0%	27.7%	32.3%	21.5%	37.1%
资本经营效率	保单未来盈余/最低资本 (+)	49.7%	65.5%	63.3%	79.9%	71.4%	90.7%	34.2%	102.0%
承保经营杠杆倍数 (潜在分红能力)	假设150%核心偿付能力充足率约束下保单盈余最低要求额/期末净资产 (-)	49.5%	96.0%	112.5%	44.4%	75.1%	61.4%	46.3%	-10.9%

数据来源：保险行业协会，东吴证券研究所

# 1.4主要结论

➤ 标准化得分由高至低为友邦人寿(4.8)、太平人寿(3.5)、泰康人寿(3.0)、平安寿险(2.7)、太保人寿(2.0)、新华人寿(1.9)、中国人寿(1.6)、人民人寿(0.7)

表：东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系（寿险篇，评价时间：1Q24）

标准化	计算指标	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿
财务指标	规模保费同比增速 (+)	0.3	0.3	0.2	0.5	0.0	0.3	0.1	1.0
	综合退保率 (-)	0.0	-0.4	-0.2	-0.4	-0.3	-0.3	-1.0	-0.1
	ROE (+)	0.7	1.0	0.9	0.4	0.7	0.5	0.0	0.4
	综合投资收益率 (+)	0.0	0.1	0.1	0.3	0.0	0.4	1.0	0.5
保单盈利能力	保单未来盈余/保险合同负债 (+)	0.1	0.4	0.2	0.7	0.3	0.6	0.0	1.0
净资产稳健性	净资产/核心资本 (+)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8	1.0	0.9	0.0
最低资本构成	保险风险最低资本占比 (+)	0.0	0.8	0.5	0.4	0.5	0.7	0.1	1.0
资本经营效率	保单未来盈余/最低资本 (+)	0.2	0.5	0.4	0.7	0.5	0.8	0.0	1.0
承保经营杠杆倍数 (潜在分红能力)	假设150%核心偿付能力充足率约束下保单盈余最低要求额/期末净资产 (-)	-0.5	-0.9	-1.0	-0.4	-0.7	-0.6	-0.5	0.0
标准化得分		1.6	2.7	2.0	3.0	1.9	3.5	0.7	4.8

数据来源：保险行业协会，东吴证券研究所

注：1.计算指标中红色为正向指标，越高赋分越高，绿色为负向指标，越低赋分越低

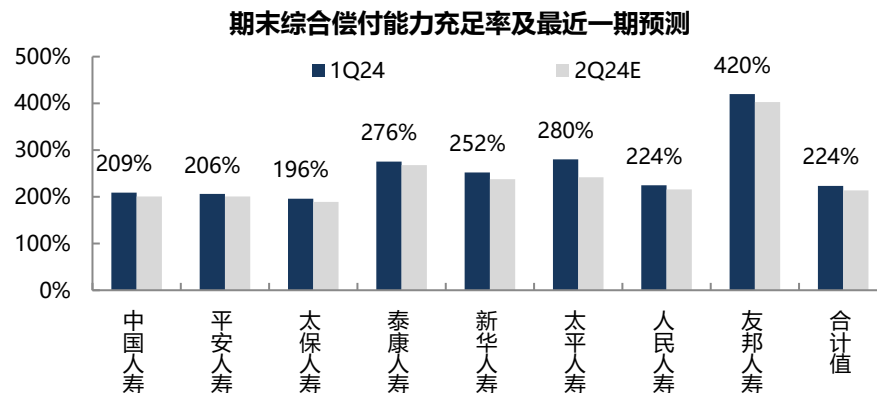
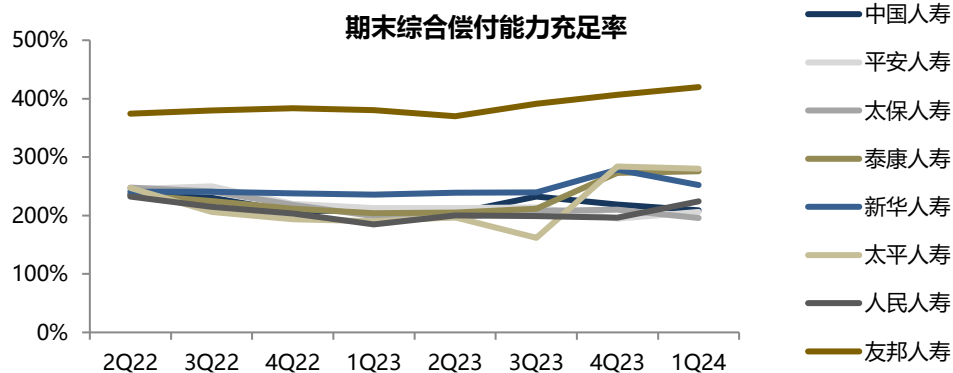
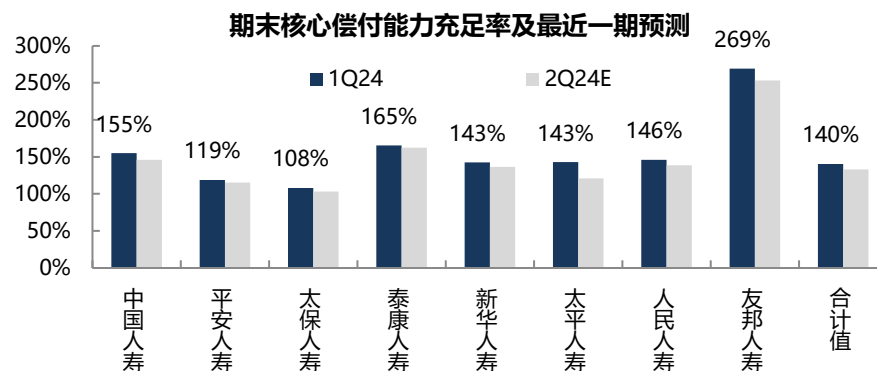
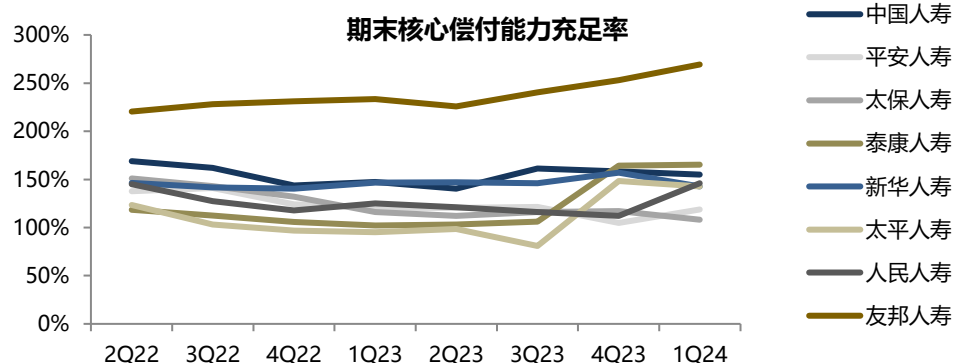
2.国寿不披露综合退保率和规模保费增速，因此不参与该两指标排序打分

## 2.主要指标结果分析

## 2.1 偿付能力充足率：核心与综合指标环比分化

### ➤ 核心偿付能力充足率环比上升，综合偿付能力充足率环比下降，预计2Q24核心和综合偿付能力充足率将环比下降

- 1Q24期末核心偿付能力由4Q23的137.76%提升至140.45%，最新预测期2Q24E为133.06%，较1Q24下降7.4bps。
- 1Q24期末综合偿付能力由4Q23的225.42%下降至223.62%，最新预测期2Q24E为214.03%，较1Q24下降9.6bps。



## 2.1 偿付能力充足率：核心与综合指标环比分化

➤ 1Q24末样本寿险公司核心偿付能力充足率环比上升2.7pct.至140.45%，综合偿付能力充足率环比下降1.8pct.至223.62%。人民、友邦和平安核心和综合偿付能力充足率绝对水平增幅相对较大

- 1Q24末样本寿险公司核心偿付能力充足率环比4Q23增幅由高至低为人民人寿(33.9pct.)、友邦人寿(16.4pct.)、平安寿险(13.8pct.)、泰康人寿(0.9pct.)、中国人寿(-3.2pct.)、太平人寿(-5.5pct.)、太保人寿(-9pct.)、新华人寿(-14.4pct.)。
- 其中人民人寿公告1Q24偿付能力改善得益于实际资本上升幅度远高于最低资本，得益于持有至到期投资（HTM）核算的债券重分类影响。

表：样本寿险公司1Q24偿付能力变化表（1Q24环比4Q23末）

偿付能力水平 1Q24	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计值
认可资产	3.6%	3.9%	3.0%	12.6%	1.2%	6.7%	6.6%	8.6%	4.6%
认可负债	4.1%	3.8%	4.0%	15.2%	1.6%	8.1%	2.9%	8.2%	5.0%
实际资本	1.4%	4.1%	-2.5%	0.6%	-0.2%	1.3%	27.1%	9.3%	2.5%
核心资本	-4.5%	0.3%	-10.6%	-3.1%	0.1%	-9.9%	34.2%	10.4%	6.0%
最低资本	5.9%	-1.6%	4.4%	-0.5%	10.2%	2.8%	11.2%	6.0%	3.4%
核心偿付能力溢额	0.1%	272.1%	-51.7%	0.9%	-17.6%	-9.0%	321.9%	17.3%	10.7%
<b>核心偿付能力充足率</b>	<b>154.97%</b>	<b>118.81%</b>	<b>108.00%</b>	<b>165.29%</b>	<b>142.62%</b>	<b>142.79%</b>	<b>145.96%</b>	<b>269.35%</b>	<b>140.45%</b>
<b>核心偿付能力充足率变化</b>	<b>-3.2.pct.</b>	<b>13.8.pct.</b>	<b>-9.pct.</b>	<b>0.9.pct.</b>	<b>-14.4.pct.</b>	<b>-5.5.pct.</b>	<b>33.9.pct.</b>	<b>16.4.pct.</b>	<b>2.7.pct.</b>
综合偿付能力溢额	-2.4%	10.1%	-8.9%	1.2%	-6.1%	0.5%	43.6%	10.4%	1.9%
<b>综合偿付能力充足率</b>	<b>209.17%</b>	<b>206.01%</b>	<b>196.00%</b>	<b>275.62%</b>	<b>252.06%</b>	<b>280.06%</b>	<b>224.43%</b>	<b>419.69%</b>	<b>223.62%</b>
<b>综合偿付能力充足率变化</b>	<b>-9.4.pct.</b>	<b>11.3.pct.</b>	<b>-14.pct.</b>	<b>2.8.pct.</b>	<b>-26.4.pct.</b>	<b>-4.pct.</b>	<b>28.1.pct.</b>	<b>12.8.pct.</b>	<b>-1.8.pct.</b>

数据来源：保险行业协会，东吴证券研究所

## 2.1 偿付能力充足率指标：2Q24预测展望

### ▶ 样本寿险公司预计2Q24偿付能力水平整体下降

- 2Q24相比1Q24末，预计样本寿险公司最低资本环比上升2.7%，实际资本环比下降1.8%，使得偿付能力水平整体下降。
- 2Q24相比1Q24末，样本寿险公司核心偿付能力充足率变化幅度由高至低为泰康人寿(-3.0pct.)、平安寿险(-3.6pct.)、太保人寿(-5.0pct.)、新华人寿(-6.2pct.)、人民人寿(-7.5pct.)、中国人寿(-9.2pct.)、友邦人寿(-16.2pct.)、太平人寿(-21.9pct.)。

表：样本寿险公司1Q24偿付能力下季度预测值（2Q24预测值环比1Q24末）

1Q24偿付能力表 (下季度预测环比本季末)	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计值
认可资产	1.4%	1.5%	2.3%	2.5%	2.3%	0.7%	5.8%	2.6%	1.9%
认可负债	2.3%	1.8%	3.0%	3.2%	2.2%	3.6%	6.6%	4.7%	2.6%
实际资本	-3.1%	0.4%	-1.5%	-1.0%	2.5%	-10.9%	1.8%	-1.8%	-1.8%
核心资本	0.6%	2.3%	3.8%	9.2%	-1.7%	-6.6%	67.2%	7.4%	3.3%
最低资本	0.9%	3.0%	2.3%	1.9%	8.5%	3.3%	5.8%	2.4%	2.7%
<b>期末核心偿付能力水平</b>	<b>145.8%</b>	<b>115.3%</b>	<b>103.0%</b>	<b>162.3%</b>	<b>136.4%</b>	<b>120.9%</b>	<b>138.5%</b>	<b>253.2%</b>	<b>133.1%</b>
核心偿付能力充足率变化	-9.2.pct.	-3.6.pct.	-5.pct.	-3.pct.	-6.2.pct.	-21.9.pct.	-7.5.pct.	-16.2.pct.	-7.4.pct.
<b>期末综合偿付能力充足水平</b>	<b>200.9%</b>	<b>200.8%</b>	<b>189.0%</b>	<b>267.8%</b>	<b>238.0%</b>	<b>241.8%</b>	<b>215.9%</b>	<b>402.7%</b>	<b>214.0%</b>
综合偿付能力充足率变化	-8.3.pct.	-5.2.pct.	-7.pct.	-7.9.pct.	-14.1.pct.	-38.3.pct.	-8.5.pct.	-17.pct.	-9.6.pct.

数据来源：保险行业协会，东吴证券研究所

## 2.2流动性风险监管指标

### ➤ 1Q24当季流动性风险监测指标综合表现较优的前三样本寿险公司分别为友邦人寿、太平人寿和平安人寿

**综合退保率：**1Q24季末，当季最高为人民人寿（2.02%），当季最低为友邦人寿（0.27%）

**规模保费同比增速：**1Q24季末，当季最高为友邦人寿（26.31%），当季最低为新华人寿（-9.73%）

**经营活动净现金流/保费收入：**1Q24季末，当季最高为泰康人寿（74.47%），当季最低为人民人寿（44.31%）

**AA级（含）以下境内固定收益类资产占比：**1Q24季末，当季最高为泰康人寿（7.51%），当季最低为友邦人寿（0.0%）

表：样本寿险公司1Q24流动性风险监测指标结果

流动性风险监测	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿
一、经营活动净现金流（万元）	17,734,200	11,219,217	4,776,196	6,344,651	3,663,800	2,819,104	2,415,503	1,787,309
二、综合退保率（%）	/	0.77%	0.50%	0.87%	0.54%	0.63%	2.02%	0.27%
三（1）分红账户业务净现金流（万元）	-1,253,000	-2,255,995	1,135,354	3,778,024	-192,000	1,068,670	793,650	386,388
三（2）万能账户业务净现金流（万元）	5,914,900	3,907,051	305,118	1,611,961	462,900	592,737	376,957	51,780
四、规模保费同比增速（%）	/	1.47%	-2.31%	9.13%	-9.73%	2.79%	-7.51%	26.31%
五、现金及流动性管理工具占比（%）	4.31%	2.90%	1.70%	1.81%	2.07%	1.12%	0.76%	1.87%
六、季均融资杠杆比例（%）	2.19%	0.09%	3.56%	9.07%	5.51%	4.02%	5.35%	5.73%
七、AA级（含）以下境内固定收益类资产占比（%）	0.18%	2.28%	2.30%	7.51%	0.33%	1.28%	0.01%	0.00%
八、持股比例大于5%的上市股票投资占比（%）	0.47%	1.15%	0.31%	0.71%	0.21%	0.08%	6.51%	0.00%
九、应收款项占比（%）	1.10%	0.47%	0.96%	1.16%	0.44%	0.49%	0.53%	1.97%
十、持有关联方资产占比（%）	0.81%	0.46%	4.21%	2.80%	0.86%	1.74%	7.39%	2.41%
<b>经营活动净现金流/保费收入</b>	<b>52.52%</b>	<b>64.74%</b>	<b>52.09%</b>	<b>74.47%</b>	<b>64.06%</b>	<b>48.65%</b>	<b>44.31%</b>	<b>69.06%</b>

数据来源：保险行业协会，东吴证券研究所；注：中国人寿未披露综合退保率和规模保费同比增速

## 2.3主要经营指标分析

### ➤ 平安寿险盈利能力较强，人民人寿受益于重分类投资表现领跑，太保人寿本期投资表现相对较弱

- 1Q24样本寿险公司合计实现保险业务收入8834亿元，期末净资产为1.27万亿元。1Q24样本寿险公司净利润607亿元，可比样本公司口径下同比下滑20.1%，主要受泰康、太平、人民人寿和友邦拖累；平均ROE为4.81%（4Q23：样本寿险公司平均ROE为2.29%）。
- 1Q24样本寿险公司平均净资产收益率为4.81%，平均投资收益率为0.46%（1Q23：0.30%），平均综合投资收益率为1.96%（1Q23：1.37%）。从盈利能力来看，ROE由高至低为平安(7.9%)、太保(7.3%)、新华(4.7%)、国寿(4.2%)、太平(2.3%)、泰康(1.7%)、友邦(1.3%)、人民(-2.9%)。
- 未实施新准则的泰康、人民人寿和友邦人寿旧准则下净利润同比增速明显下降主要系准备金增提拖累，人民人寿公告1Q24持有至到期投资（HTM）核算的债券重分类影响，使得综合投资收益率达6.0%。

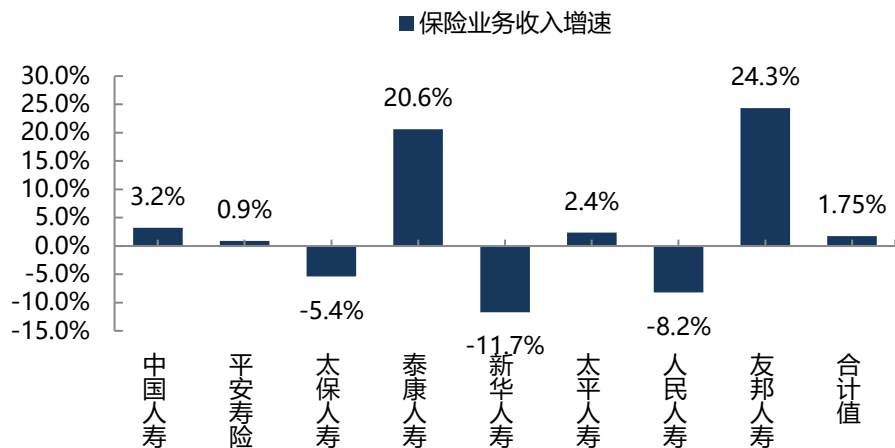
表：1Q24样本寿险公司主要季度经营指标汇总

指标名称-本季度(未)数 (单位: 亿元)	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计值
保险业务收入	3,376	1,733	917	852	572	579	545	259	8,834
净利润	202	240	96	18	46	16	-13	3	607
总资产	59,176	44,653	20,999	16,604	14,177	11,151	6,771	3,479	177,011
净资产	4,847	2,990	1,343	1,090	911	661	568	288	12,698
保险合同负债	52,412	41,127	18,689	9,229	12,184	10,003	4,852	2,679	151,176
净资产收益率 (%)	4.17%	7.91%	7.28%	1.70%	4.74%	2.27%	-2.87%	1.33%	4.81%
总资产收益率 (%)	0.35%	0.55%	0.47%	0.11%	0.33%	0.15%	-0.20%	0.10%	0.35%
投资收益率 (%)	0.46%	0.50%	0.28%	0.44%	0.51%	0.46%	0.65%	0.54%	0.46%
综合投资收益率 (%)	1.38%	1.82%	1.69%	2.66%	1.17%	3.09%	6.00%	3.60%	1.96%

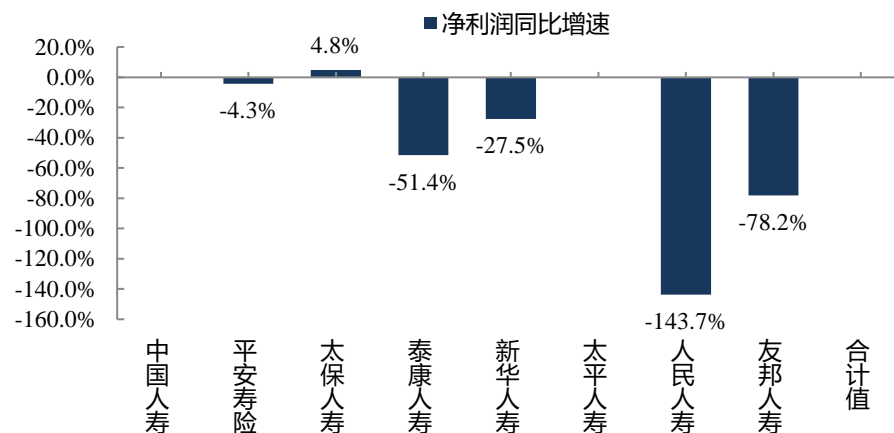
数据来源：保险行业协会，东吴证券研究所，太平、太保、新华、平安、国寿偿二代报告中的净利润、总资产、净资产以及保险合同负债已按照新保险合同会计准则与新金融工具会计准则计量。我们对平安、太保追调整1Q23同期可比数据，净利润增速同比可比。新华于1Q23开始使用新准则，同比可比。国寿、太平分别于4Q23、3Q24开始使用新准则，无法追溯，同比不可比。

## 2.3主要经营指标分析：保费收入增速受银保拖累分化

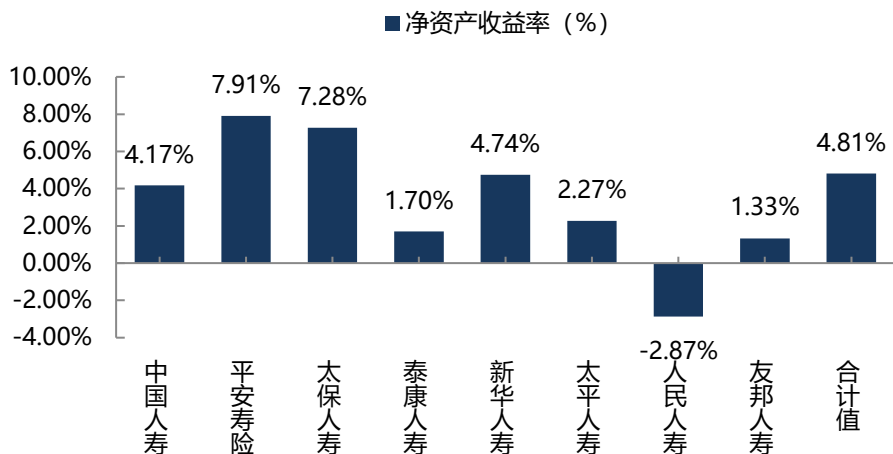
图：1Q24样本寿险公司保费收入同比增速对比



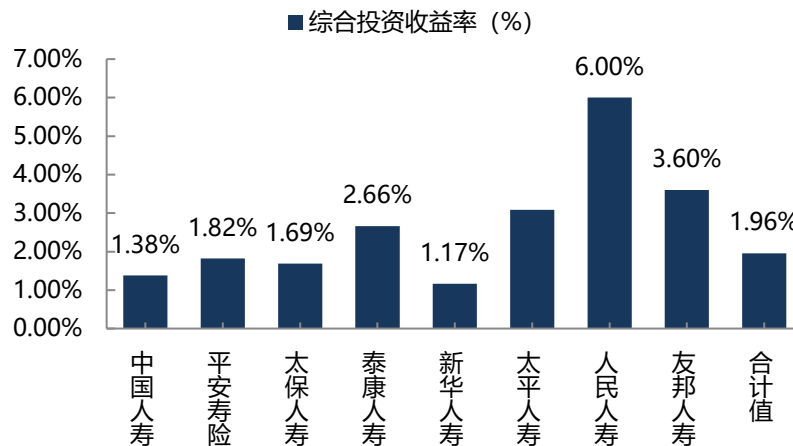
图：1Q24样本寿险公司净利润增速对比



图：1Q24样本寿险公司ROE变化水平

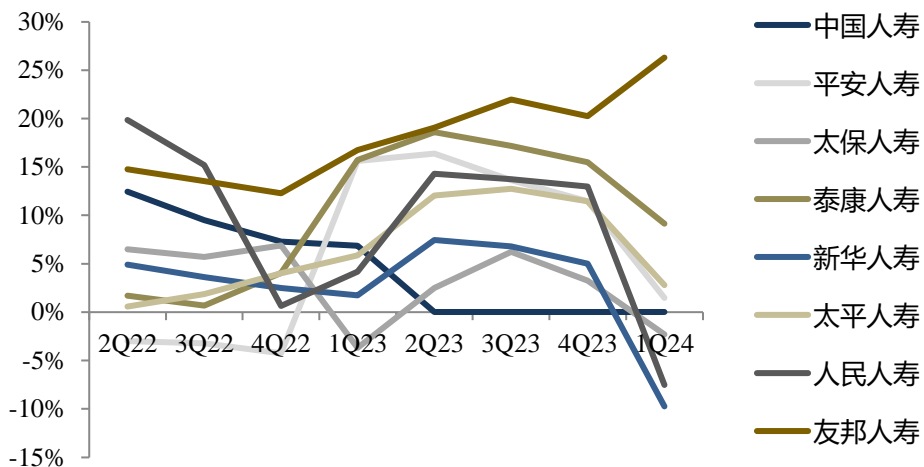


图：1Q24样本寿险公司综合投资收益率变化水平

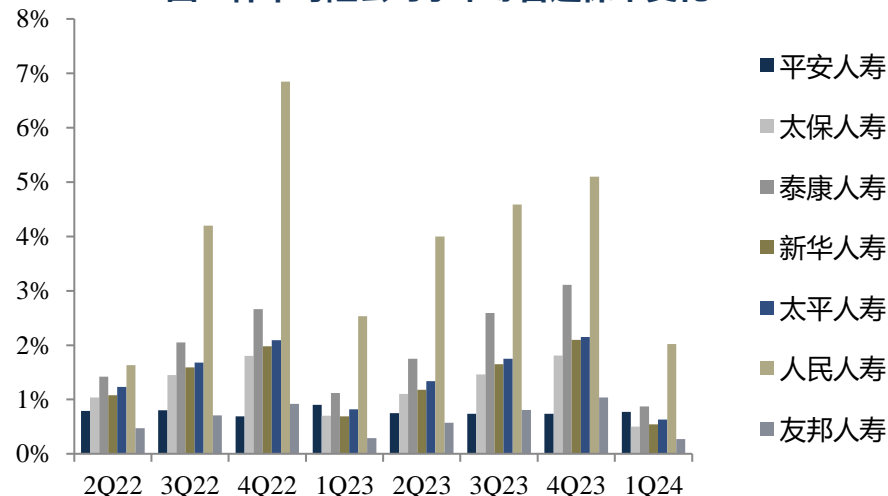


## 2.3主要经营指标分析：综合投资收益率同比逆势改善

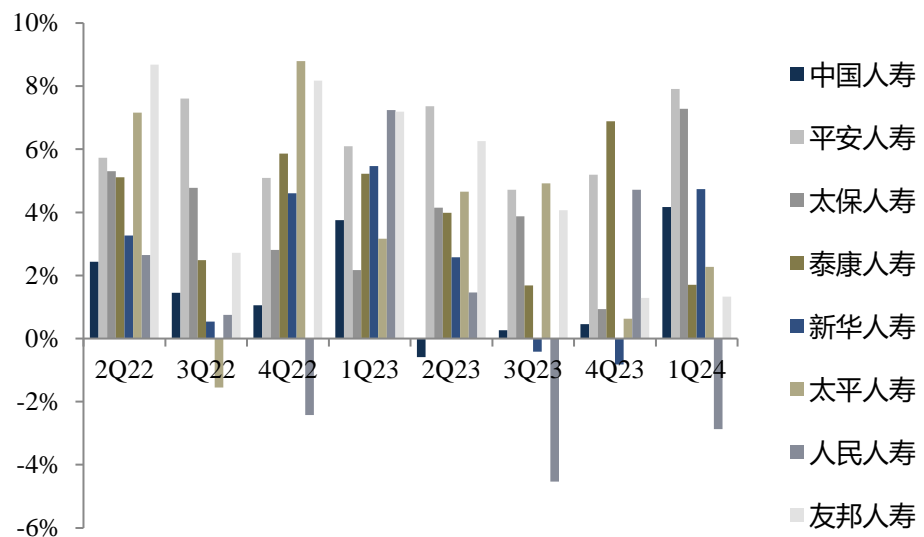
图：样本寿险公司累计规模保费同比增速一览



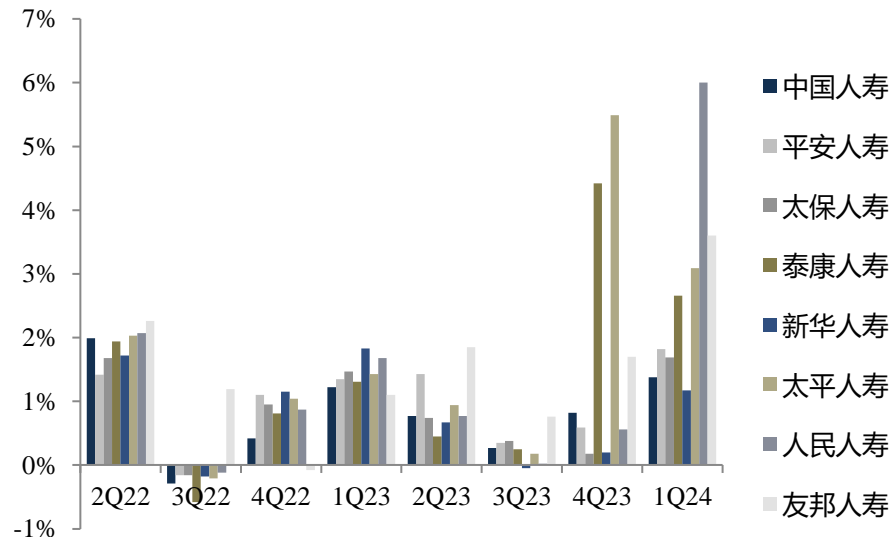
图：样本寿险公司季末综合退保率变化



图：样本寿险公司单季ROE变化趋势



图：样本寿险公司单季综合投资收益率 (%)



## 2.4永续债落地发行：开拓核心资本补充的新渠道

- 在2022年8月《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知》的指导下，首支保险公司永续债于2023年11月成功发行，截至2023年末，7家保险公司已成功发行永续债，共募集资金357.70亿元
- 永续债的成功发行开拓了核心资本补充的新渠道，在核心资本补充渠道中的重要性将愈发凸显，能够助力行业长期稳健发展。
  - 我们预计从投资者结构来看或类似资本补充债，以保险机构互持为主。

表：保险永续债批复、发行情况一览

公司名称	批复日期	批复规模(亿元)	已发债券简称	发行规模(亿元)	发行票面
太平人寿保险有限公司	2023-12-14	200.0	23太平人寿永续债01	110	3.30%
中国太平洋人寿保险股份有限公司	2023-11-07	200.0	23太保寿险永续债01	120	3.50%
泰康人寿保险有限责任公司	2023-09-13	200.0	23泰康人寿永续债01	50.0	3.70%
中国人民健康保险股份有限公司	2023-12-01	25.0	23人保健康永续债	25.0	3.50%
建信人寿保险股份有限公司	2023-12-21	20.0	23建信人寿永续债01	20.0	3.25%
农银人寿保险股份有限公司	2023-11-28	20.0	23农银人寿永续债	20.0	3.45%
光大永明人寿保险有限公司	2023-12-22	12.7	23光大永明永续债01	12.7	3.34%

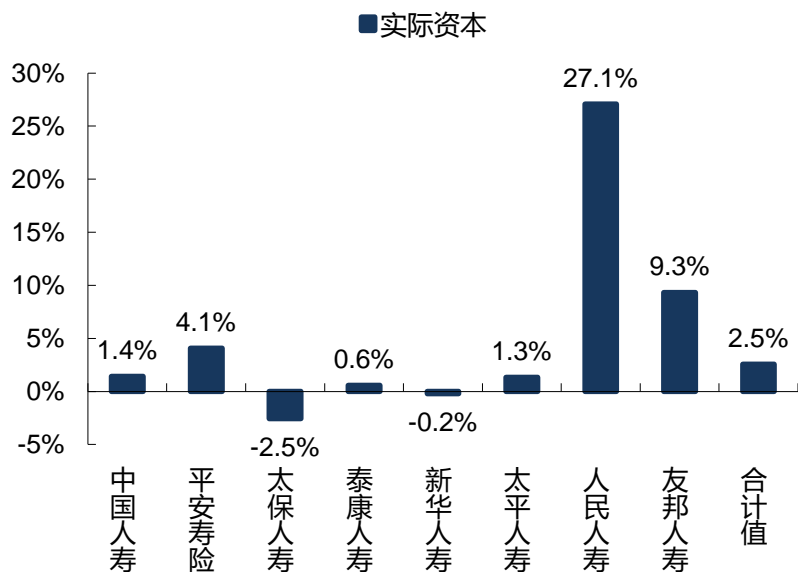
### 3.实际资本分析

### 3.1实际资本指标分析：样本公司受资本市场波动显差异

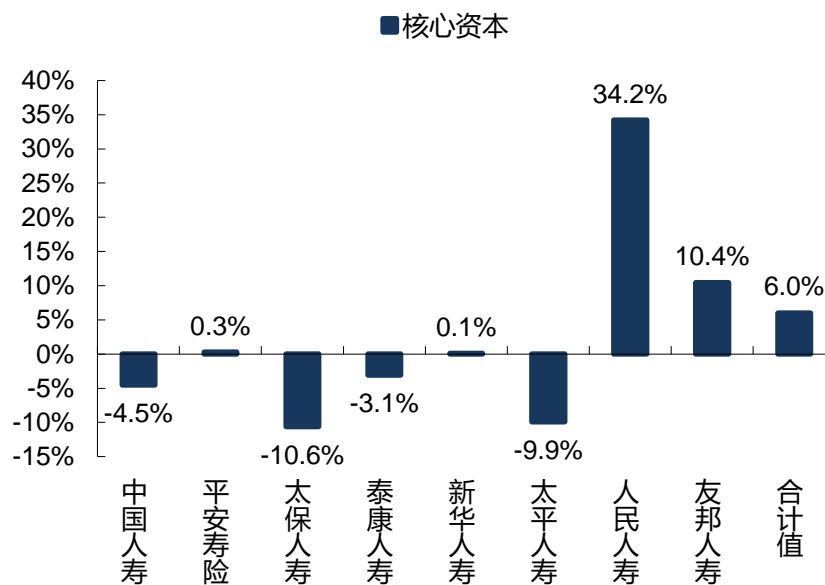
#### ➤ 1Q24样本寿险公司实际资本有所上升，人民人寿较上季度大幅增加

- 1Q24样本寿险公司期末实际资本为30,977亿元，较上季度末环比增加2.5%，其中核心资本较上季末环比增加6.0%至19,455亿元。
- 人民人寿实际资本增长主要系持有至到期（HTM）核算的债券重新分类、资本市场波动等影响。友邦人寿实际资本增长主要受资本市场波动及保险合同负债变动影响。太保人寿1Q24受资本市场波动和偿付能力报告下对应的保险合同负债变动影响，使得实际资本环比下降2.5%。

图：1Q24末样本寿险公司实际资本环比变化



图：1Q24末样本寿险公司核心资本环比变化



## 3.2 夯实实际资本是二期工程的核心目标

### 根据保单剩余期限，对保单未来盈余进行资本工具分级

- 长期寿险保单的预期未来盈余根据保单剩余期限，分别计入核心资本或附属资本（按照5年、10年、30年、30年以上分组），保障期越长进入核心资本的比例越高。只有剩余期限在10年以上的长期寿险保单的未来盈余才能贡献核心资本，且要求计入核心资本的保单未来盈余不得超过核心资本的35%，其余计入附属资本。
- 2023年9月，金监总局《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》明确，剩余期限10年期以上保单未来盈余计入核心资本的比例，从不超过35%提高至不超过40%，以鼓励保险公司回归保障本源。

### 完善资本定义，增加外生性要求，补充资本分级的特性及标准

- 外生性指保险公司不得以任何形式直接或间接为非内源性资本提供者提供资金或融资便利。各级资本在外生性方面明确规定：资本工具发行人不得直接或间接为投资人购买该工具提供融资；投资人不存在通过关联交易、多层嵌套金融产品、增加股权层级等方式套取保险资金，用于购买该工具的情形。规则有利于缓解保险资金运用存在的多层嵌套等问题，识别资金最终投向，夯实资本质量。

### 对长期股权投资足额计提资产减值

### 投资性房地产按成本模式计量认可价值

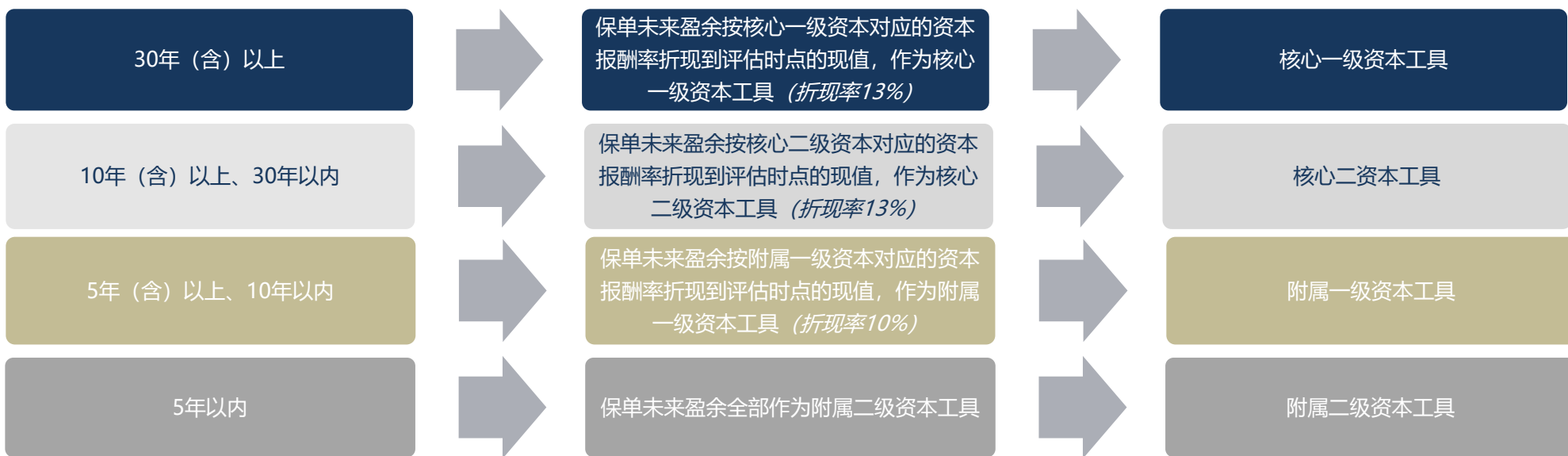
- 由成本或公允价值计量改为成本模式计量。该修订防止了寿险公司借助公允价值估值方式，通过房地产市场价格上升实现资产增值，从而造成偿付能力水平的虚假提高，也避免了保险公司将实际用于自用的房地产转换为投资性房地产核算等违规行为。

### 再保险合同3年内终止的，不得将因其增加的资本计入实际资本

- 再保险合同3年内终止的，不得将因其增加的资本计入实际资本，并对三年后终止的再保险合同按照风险和资产是否真实转移以及合同期限进行资本分级。该修正防止了保险公司为缓解偿付能力压力而通过财务再保险的方式提升实际资本的行为，规范了长期寿险再保险安排对实际资本影响的标准

### 3.3 保单未来盈余分组是降低实际资本的核心原因

- 偿二代二期工程下，保险公司需要根据保单剩余期限，按照剩余年份期限[30,+∞]、[10,30)、[5,10)、(0,5)的划分标准，对保单未来盈余进行资本工具分级
- 只有剩余期限在10年以上的长期寿险保单的未来盈余才能贡献核心资本，且要求计入核心资本的保单未来盈余不得超过核心资本的35%，其余计入附属资本。2023年9月，金监总局《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》明确，剩余期限10年期以上保单未来盈余计入核心资本的比例，从不超过35%提高至不超过40%，以鼓励保险公司回归保障本源。
  - 由于剩余期限为30年及以上的保单未来盈余折现后可以计入核心一级资本，剩余期限10-30年的保单未来盈余可折现计入核心二级资本。二期工程下，寿险公司实际资本，尤其是核心资本承压，开展长期保障型有助于扩大未来盈余总量，同时保障期越长，进入核心资本的比例越高，对核心充足率和综合充足率均有利。

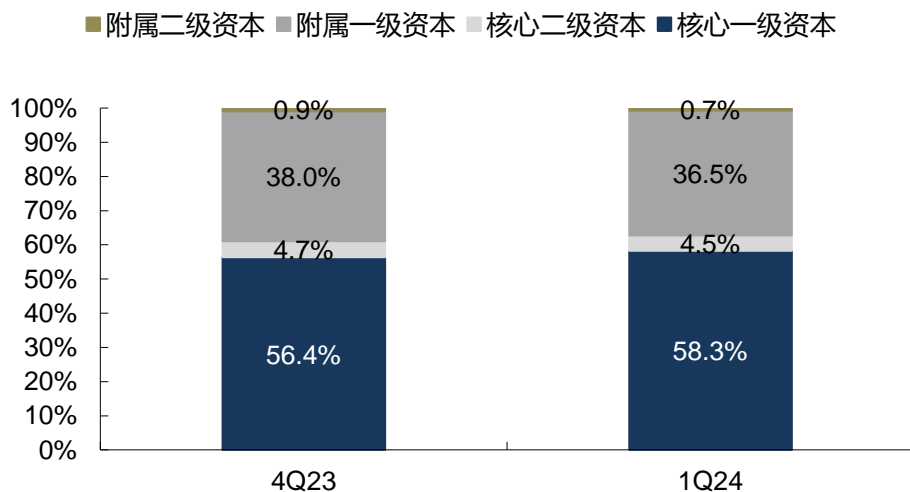


### 3.3.1 区分核心资本与附属资本

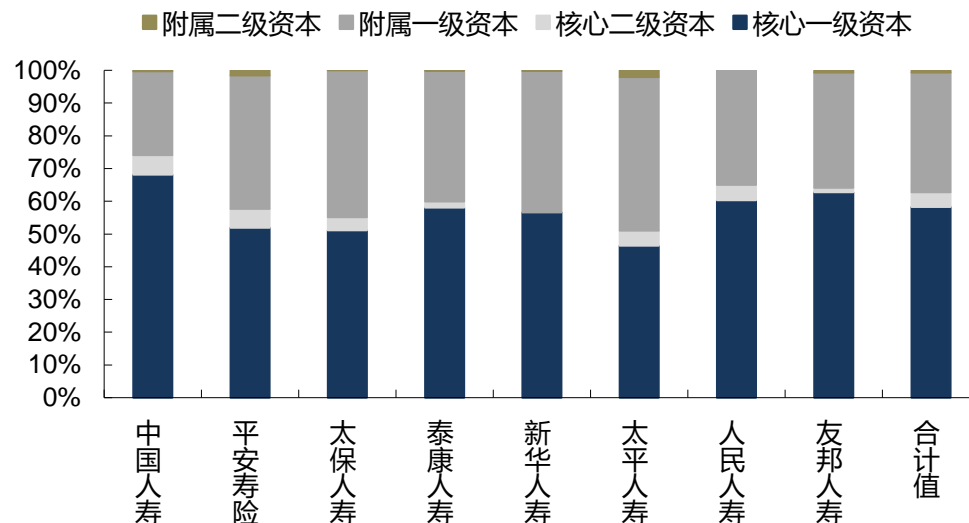
➤ **核心资本**是指在持续经营状态下和破产清算状态下均可以吸收损失的资本，分为**核心一级**和**核心二级**。**附属资本**是指在破产清算状态下可以吸收损失的资本，分为**附属一级**和**附属二级**

- 1Q24样本寿险公司核心一级资本、核心二级资本、附属一级资本和附属二级资本在核心资本中占比分别为58.3%、4.5%、36.5%和0.7%（4Q23末为56.4%、4.7%、38.0%和0.9%）。
- 1Q24末样本寿险公司核心一级资本由高至低为中国人寿(68.1%)、友邦人寿(62.8%)、人民人寿(60.3%)、泰康人寿(58.1%)、新华人寿(56.6%)、平安寿险(51.9%)、太保人寿(51.1%)、太平人寿(46.4%)。

图：1Q24末样本寿险公司资本分级情况



图：1Q24末样本寿险公司资本分级情况

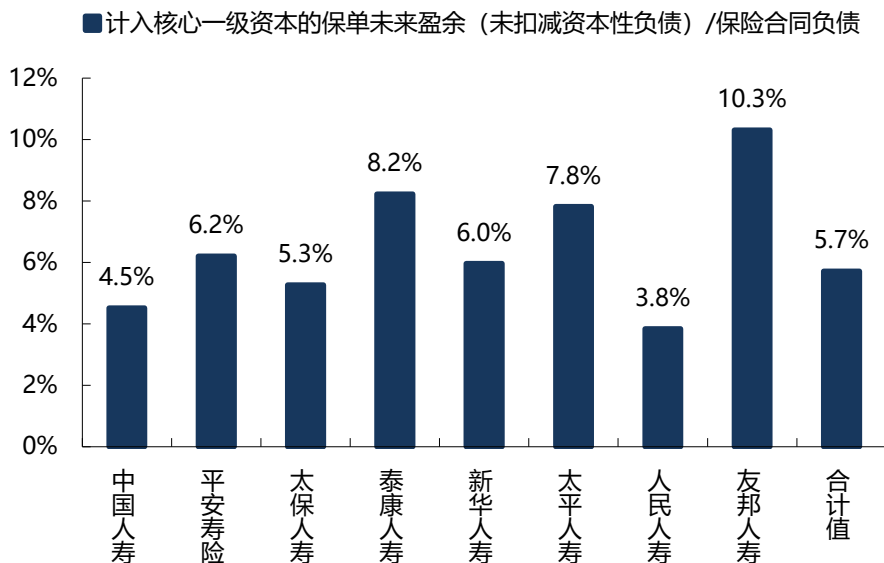


### 3.3.2业务盈利能力分析：保单未来盈余/保险合同负债

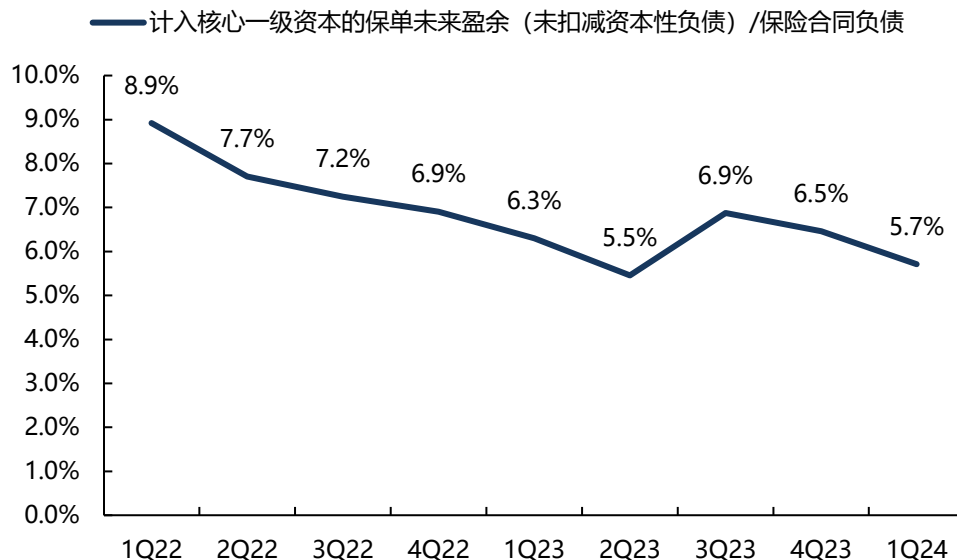
#### ➤ “保单未来盈余/保险合同负债”以表征存量保单盈利能力，分子选用计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债）

- 该指标越高表征样本寿险公司长期负债盈利能力越强。1Q24末计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债）/保险合同负债由高至低为友邦人寿(10.3%)、泰康人寿(8.2%)、太平人寿(7.8%)、平安寿险(6.2%)、新华人寿(6.0%)、太保人寿(5.3%)、中国人寿(4.5%)、人民人寿(3.8%)。
- 2023年9月《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》明确，剩余期限10年期以上保单未来盈余计入核心资本的比例，从不超过35%提高至不超过40%，3Q23末该指标有所回升，但受保单盈利能力趋弱拖累，1Q24样本寿险公司长期保单盈利能力下降至5.7%。

图：1Q24末样本寿险公司长期保单盈利能力对比



图：样本寿险公司长期保单盈利能力变化趋势

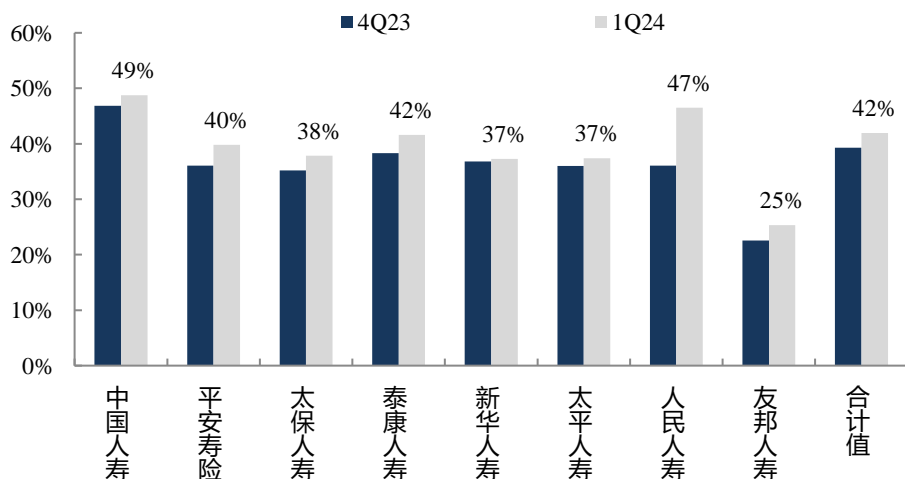


### 3.3.3净资产重要性明显提升

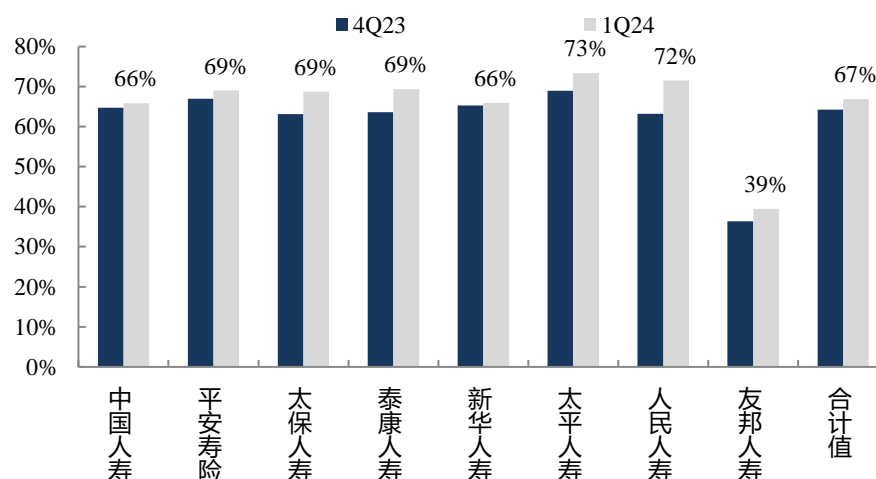
➤ 二期工程下，净资产重要性显著提升，未来将成为寿险公司实际资本确认掣肘和估值重要参考中枢。对比一期工程和二期工程下样本寿险公司净资产/核心资本和净资产/实际资本比值，该比值越高表明资本扎实程度更高，但经营杠杆倍数较低，受二期工程影响更小

- 假设一家寿险公司期末净资产为600亿元，则保单未来盈余确认在核心资本中的比例最高为400亿元（ $600/(1-40\%)-600=400$ ），假设无其他对净资产的调整额，期末核心资本为1,000亿元，附属资本最高为1,000亿元，实际资本最高为2,000亿元，也即实际资本/净资产的最高杠杆倍数为2.33（ $2000/600-1$ ）（此前剩余期限10年期以上保单未来盈余计入核心资本的比例不超过35%约束下这一倍数为2.08倍）。
- 若实际资本超过净资产的2.33倍，则当年新业务带来的保单未来盈余的增加并不能带来偿付能力的提升，甚至会短期带来偿付能力的恶化（新业务短期无法带来利润，净资产无法增厚，而各级资本工具余额超过限额，确认为资本性负债）。因此净资产作为实际资本计算基础，对核心资本的内源性贡献重要性提升。

图：样本寿险公司净资产/实际资本对比



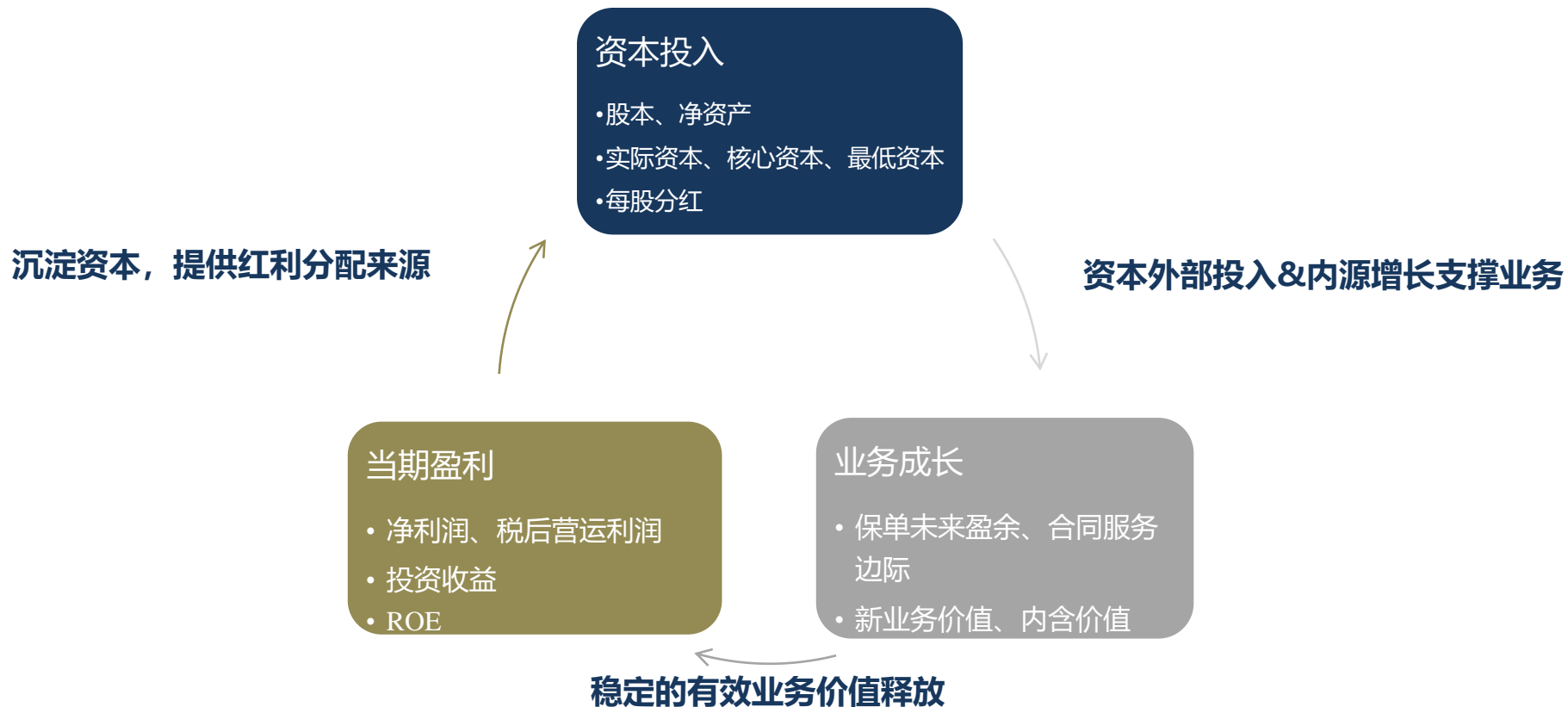
图：样本寿险公司净资产/核心资本对比



### 3.3.4探析寿险公司“资本-成长-盈利”正循环

- 寿险公司股东通过资本投入支撑优质保单业务成长，进而驱动稳定有效业务价值利润释放，内源性资本再投入促成新业务的良性成长，由此实现了资本（净资产、偿付能力充足率、每股分红）、成长（保单未来盈余、剩余边际、新业务价值和内含价值）以及盈利（净利润、营运利润、投资收益、ROE）共生增长。

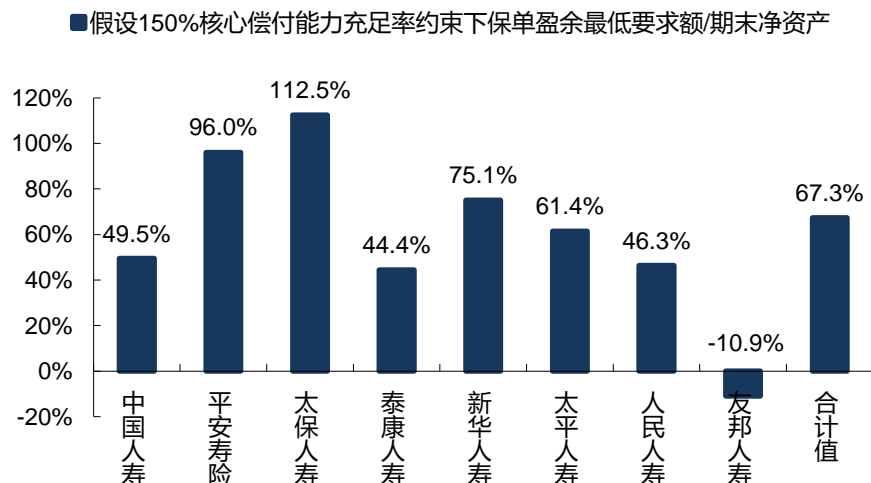
图：优秀的寿险公司有望通过估值与业绩的稳定提升，实现“资本-成长-盈利”正循环



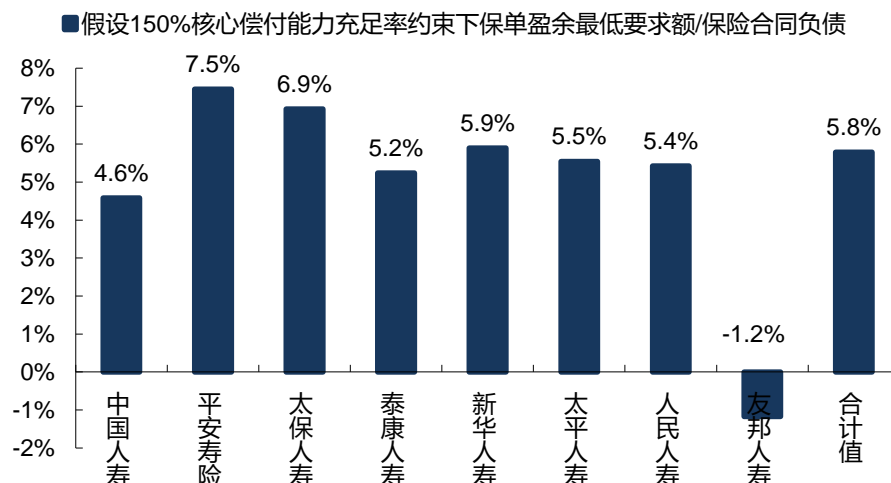
### 3.3.5探析寿险公司“资本-成长-盈利”正循环

- 我们计算了二期工程下承保经营杠杆倍数指标，以表征股东投入每单位资本所需要最低要求的长期保单未来盈余，侧面体现报表潜在分红能力，该指标越低则表明潜在分红能力越强
  - 1Q24末假设150%核心偿付能力充足率约束下保单盈余最低要求额/期末净资产由高至低为太保人寿(112.5%)、平安寿险(96.0%)、新华人寿(75.1%)、太平人寿(61.4%)、中国人寿(49.5%)、人民人寿(46.3%)、泰康人寿(44.4%)、友邦人寿(-10.9%)。
- 我们计算了二期工程下长期保单承保盈利设定要求度指标，以表征股东投入每单位保险合同所需要最低要求的长期保单未来盈余
  - 1Q24末假设150%核心偿付能力充足率约束下保单盈余最低要求额/保险合同负债由高至低为平安寿险(7.5%)、太保人寿(6.9%)、新华人寿(5.9%)、太平人寿(5.5%)、人民人寿(5.4%)、泰康人寿(5.2%)、中国人寿(4.6%)、友邦人寿(-1.2%)。

图：1Q24末样本寿险公司承保经营杠杆倍数指标



图：1Q24末样本寿险公司长期保单盈利设定要求度



## 4.最低资本分析

### ➤ 最低资本是计算偿付能力充足率的分母指标

- 最低资本由三部分组成：1.可资本化风险最低资本，即保险风险、市场风险、信用风险对应的最低资本；2.控制风险最低资本，即控制风险对应的最低资本；3.附加资本，包括逆周期附加资本、系统重要性保险机构的附加资本以及其他附加资本。

### ➤ 1Q24样本寿险公司最低资本为13,852亿元，较上季度末环比上升3.4%

最低资本1Q24较4Q23末环比增速由高至低为  
人民人寿(11.2%)、新华人寿(10.2%)、友邦人  
寿(6.0%)、中国人寿(5.9%)、太保人寿(4.4%)、  
太平人寿(2.8%)、泰康人寿(-0.5%)、平安寿险  
(-1.6%)。

1Q24样本寿险公司量化风险最低资本环比  
4Q23上升3.4%，在整体最低资本构成中占比达  
99.1%是核心资本消耗来源。

各最低资本环比增速分别为寿险业务保险风险最  
低资本 (1.3%)、非寿险业务保险风险最低资  
本 (减少项, -0.9%)、市场风险最低资本  
(2.7%)、信用风险最低资本 (4.2%)、量化  
风险分散效应 (2.4%)

1Q24末样本寿险公司中人民人寿期末最低资本  
环4Q23增速最大，达11.2%，平均为3.4%），  
主要系人民人寿市场风险最低资本环比上升  
14.8%所致（平均为2.7%）；平安寿险期末最  
低资本环比4Q23降幅最大（达-1.6%，平均为  
3.4%），主要系平安寿险非寿险业务保险风险  
最低资本降低幅度较大为-11.9%所致（平均为-  
0.9%）。

## 4.2最低资本的风险构成分析

### ➤ 样本寿险公司1Q24末寿险业务保险风险、非寿险业务保险风险、市场风险和信用风险最低资本占比分别为26%、1%、57%和16% (4Q23末为27%、1%、57%和15%)

- 1Q24末样本寿险公司中，友邦人寿期末寿险业务保险风险最低资本占比最高（达36%，平均为26%），同时信用风险最低资本最低（达11%，平均为16%）。
- 中国人寿期末寿险业务保险风险最低资本占比最低（达18%，平均为26%），同时市场风险最低资本最高（达65%，平均为57%）。

表：1Q24样本寿险公司最低资本表

最低资本表1Q24环比4Q23变动	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
量化风险最低资本	5.9%	-1.6%	4.4%	-0.5%	10.2%	2.8%	11.2%	6.0%	3.4%
其中：寿险业务保险风险最低资本	1.9%	0.1%	2.2%	1.1%	2.3%	3.6%	2.0%	-0.9%	1.3%
其中：非寿险业务保险风险最低资本	2.0%	-11.9%	-9.9%	-41.1%	5.3%	-3.2%	0.2%	0.7%	-0.9%
其中：市场风险最低资本	5.9%	-3.5%	3.9%	-1.7%	11.4%	1.2%	14.8%	8.7%	2.7%
其中：信用风险最低资本	2.8%	5.1%	2.6%	12.7%	-1.9%	8.7%	-2.0%	18.9%	4.2%
其中减少：量化风险分散效应	2.8%	0.5%	2.4%	4.0%	2.7%	4.5%	2.6%	6.3%	2.4%
损失吸收效应调整	-3.0%	-3.1%	-1.9%	2.9%	-10.0%	3.2%	-2.2%	5.0%	-1.6%
控制风险最低资本	5.9%	-1.6%	4.4%	-0.5%	10.2%	2.8%	11.2%	6.0%	1.9%
附加资本	-	-	-	-	-	-	-	-	-
最低资本合计	5.9%	-1.6%	4.4%	-0.5%	10.2%	2.8%	11.2%	6.0%	3.4%
1Q24末简单量化风险构成	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
寿险业务保险风险最低资本	18%	33%	28%	27%	27%	32%	21%	36%	26%
非寿险业务保险风险最低资本	2%	0%	1%	0%	0%	1%	1%	1%	1%
市场风险最低资本	65%	55%	50%	55%	58%	50%	59%	52%	57%
信用风险最低资本	16%	12%	22%	18%	15%	18%	20%	11%	16%
量化风险简单加总	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：保险行业协会，东吴证券研究所

## 4.3 保险风险最低资本环比上升

### ► 保险风险各构成部分最低资本共同上升导致保险风险最低资本上升

- 1Q24末样本寿险公司寿险业务保险风险最低资本为5,578亿元，同比上升1.3%，其中损失发生风险最低资本、退保风险最低资本、费用风险最低资本和风险分散效应占寿险业务保险风险最低资本占比为81.4%、46.1%、9.2%和36.7%。
- 1Q24末样本寿险公司中友邦人寿寿险业务保险风险最低资本环比下降（达-0.9%），主要系退保风险最低资本降幅较大（达5.6%）所致；太平人寿寿险业务保险风险最低资本上升幅度最大（为3.6%），主要系太平人寿退保风险最低资本提升较大所致（达11.2%）。

表：1Q24样本寿险公司寿险业务保险风险最低资本构成占比

寿险业务保险风险最低资本构成占比	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
寿险业务保险风险最低资本	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其中：损失发生风险最低资本	75.3%	88.0%	78.9%	73.9%	83.9%	84.9%	86.4%	56.4%	81.4%
其中：退保风险最低资本	52.4%	39.0%	49.4%	60.7%	38.6%	43.7%	30.4%	71.7%	46.1%
其中：费用风险最低资本	12.6%	6.4%	10.8%	6.7%	12.5%	7.4%	14.1%	12.9%	9.2%
其中减少：寿险业务保险风险-风险分散效应	40.3%	33.4%	39.1%	41.3%	34.9%	36.0%	30.9%	41.0%	36.7%
寿险业务保险风险最低资本1Q24环比4Q23	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
寿险业务保险风险最低资本	1.9%	0.1%	2.2%	1.1%	2.3%	3.6%	2.0%	-0.9%	1.3%
其中：损失发生风险最低资本	1.1%	0.0%	1.3%	0.8%	1.4%	1.6%	2.2%	6.4%	0.9%
其中：退保风险最低资本	3.9%	0.7%	4.8%	2.1%	7.3%	11.2%	1.6%	-5.6%	3.0%
其中：费用风险最低资本	0.8%	-0.2%	1.0%	-4.4%	0.2%	6.1%	0.7%	5.3%	0.7%
其中减少：寿险业务保险风险-风险分散效应	2.6%	0.4%	3.3%	1.2%	4.8%	8.1%	1.6%	1.8%	2.3%

数据来源：保险行业协会，东吴证券研究所

## 4.4 市场风险最低资本环比上升

### ► 1Q24末，样本寿险公司市场风险最低资本为12,163亿元，较4Q23上升2.7%

- 1Q24末人民人寿市场风险最低资本环比4Q23提升最大（达14.8%），主要系过渡期政策收紧等影响；1Q24末平安寿险市场风险最低资本环比4Q23降幅最大（达-3.5%），主要受权益价格风险最低资本大幅降低所致。

表：1Q24样本寿险公司市场风险最低资本表

市场风险最低资本占比	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
市场风险最低资本	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其中：利率风险最低资本	46.5%	57.5%	64.6%	69.5%	62.5%	83.8%	48.9%	97.4%	57.6%
其中：权益价格风险最低资本	90.8%	72.7%	73.3%	70.0%	70.7%	58.7%	86.4%	40.5%	77.9%
其中：房地产价格风险最低资本	3.8%	7.6%	3.8%	12.1%	2.6%	6.8%	3.0%	12.5%	5.7%
其中：境外固定收益类资产价格风险最低资本	0.0%	0.9%	0.1%	0.9%	0.2%	0.0%	0.3%	0.0%	0.4%
其中：境外权益类资产价格风险最低资本	7.7%	28.0%	22.2%	19.3%	28.4%	17.0%	14.4%	2.3%	17.9%
其中：汇率风险最低资本	1.3%	4.9%	3.2%	2.3%	4.3%	2.2%	2.1%	0.1%	2.9%
其中：市场风险-风险分散效应	50.2%	71.7%	67.3%	74.1%	68.6%	68.4%	55.0%	52.7%	62.4%
市场风险最低资本1Q24环比4Q23	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
市场风险最低资本	5.9%	-3.5%	3.9%	-1.7%	11.4%	1.2%	14.8%	8.7%	2.7%
其中：利率风险最低资本	6.6%	-0.1%	-0.9%	-6.3%	11.4%	5.3%	18.7%	12.4%	3.1%
其中：权益价格风险最低资本	5.8%	-4.7%	5.6%	1.6%	12.4%	-0.8%	14.3%	-10.0%	2.8%
其中：房地产价格风险最低资本	-1.8%	4.4%	2.7%	3.7%	0.6%	0.6%	-0.1%	49.3%	3.5%
其中：境外固定收益类资产价格风险最低资本	-65.2%	18.2%	-35.5%	36.2%	27.8%	/	30.5%	/	15.4%
其中：境外权益类资产价格风险最低资本	7.1%	-4.5%	11.5%	0.6%	8.5%	-18.7%	13.5%	8.2%	0.3%
其中：汇率风险最低资本	6.1%	-0.1%	12.5%	-10.7%	7.0%	-18.6%	6.6%	-17.0%	1.3%
其中：市场风险-风险分散效应	5.8%	-1.2%	3.5%	-1.8%	10.5%	-2.6%	15.7%	5.0%	2.5%

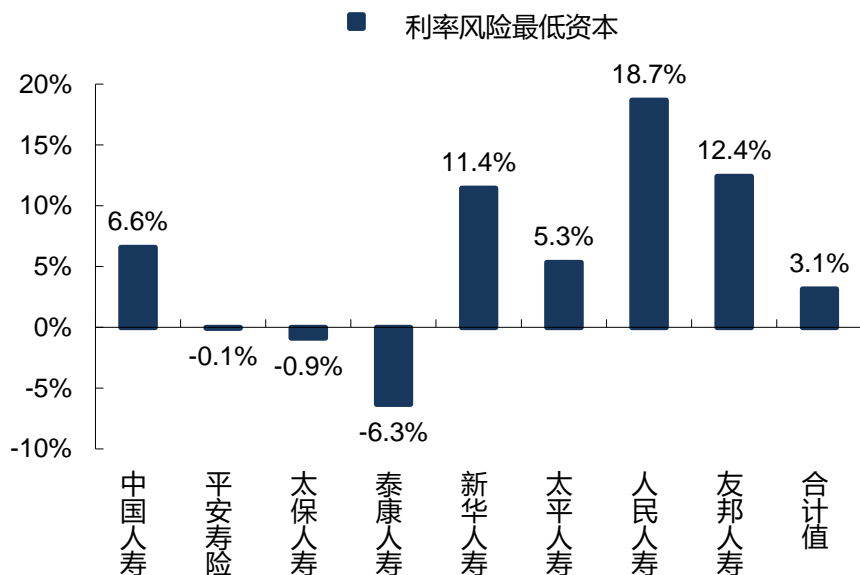
数据来源：保险行业协会，东吴证券研究所

## 4.4.1利率风险最低资本环比上升

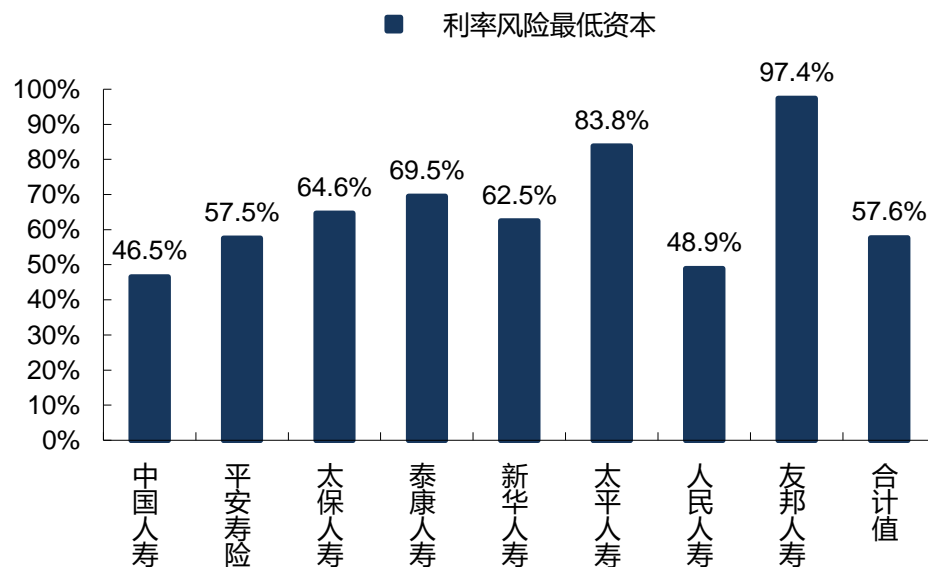
### ➤ 泰康人寿利率风险最低资本逆势下降幅度最大，人民人寿增幅最大

- 1Q24末利率风险最低资本环比4Q23增速由高至低为人民人寿(18.7%)、友邦人寿(12.4%)、新华人寿(11.4%)、中国人寿(6.6%)、太平人寿(5.3%)、平安寿险(-0.1%)、太保人寿(-0.9%)、泰康人寿(-6.3%)。

图：1Q24样本寿险公司利率风险最低资本环比



图：1Q24样本寿险公司利率风险最低资本占比

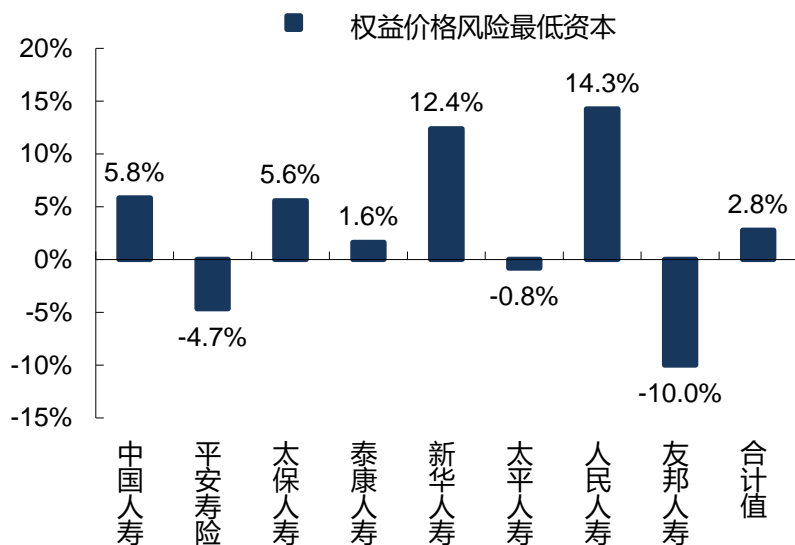


## 4.4.2 权益价格风险最低资本环比上升

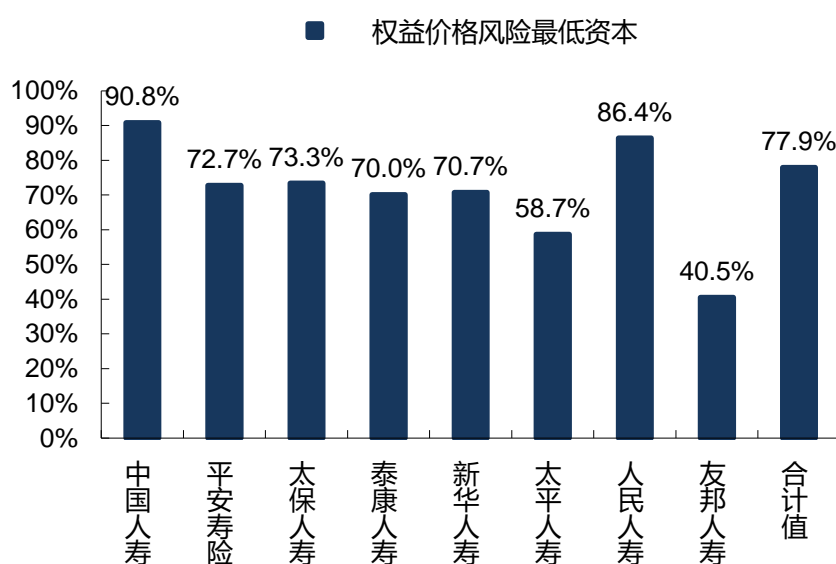
### ➤ 中国人寿权益价格风险最低资本占比最大，友邦人寿最小；环比增速人民人寿最大，友邦人寿大幅下降

- 1Q24末权益价格风险最低资本环比4Q23增速由高至低为人民人寿(14.3%)、新华人寿(12.4%)、中国人寿(5.8%)、太保人寿(5.6%)、泰康人寿(1.6%)、太平人寿(-0.8%)、平安寿险(-4.7%)、友邦人寿(-10.0%)。
- 1Q24末权益价格风险最低资本在市场风险最低资本占比由高至低为中国人寿(90.8%)、人民人寿(86.4%)、太保人寿(73.3%)、平安寿险(72.7%)、新华人寿(70.7%)、泰康人寿(70.0%)、太平人寿(58.7%)、友邦人寿(40.5%)。

图：1Q24样本寿险公司权益价格风险最低资本环比



图：1Q24样本寿险公司权益价格最低资本占比



## 4.5信用风险最低资本环比上升

### ► 1Q24末，样本寿险公司信用风险最低资本为3,327亿元，同比增长4.2%

- 归因来看其中利差风险最低资本、交易对手违约风险最低资本、信用风险-风险分散效应（减少项）1Q24环比4Q23增速分别为13.6%、-1.8%、6.3%，1Q24末上述三项占信用风险最低资本占比为56.9%、68.2%和25.2%。
- 1Q24末样本寿险公司中友邦人寿信用风险最低资本提升最大（达18.9%）；人民人寿信用风险最低资本降幅最大（达-2.0%），主要受部分信托计划、债权计划到期等影响。

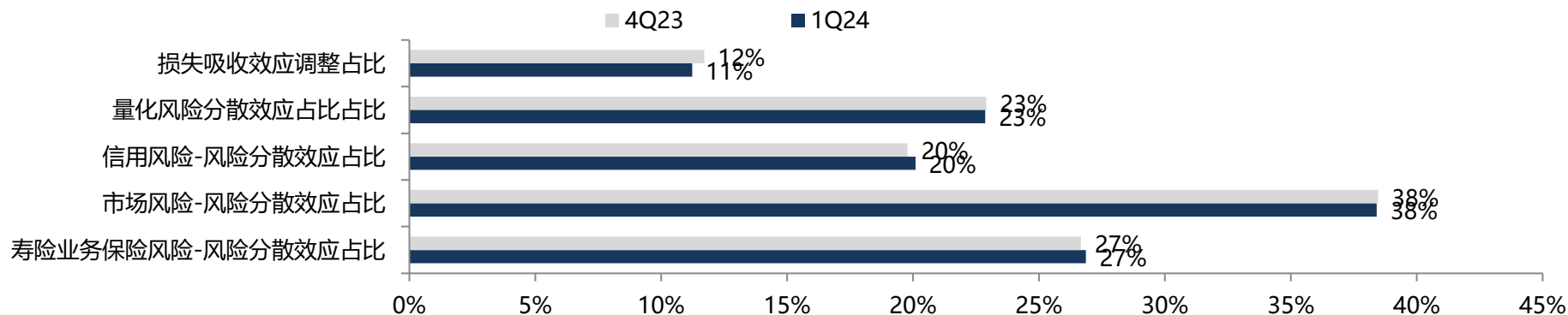
表：1Q24样本寿险公司信用风险最低资本表

信用风险最低资本构成	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
信用风险最低资本	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其中：利差风险最低资本	56.6%	61.4%	47.8%	65.1%	37.4%	80.4%	55.5%	15.8%	56.9%
其中：交易对手违约风险最低资本	69.5%	65.1%	76.7%	61.4%	83.9%	42.6%	70.5%	94.9%	68.2%
其中：信用风险-风险分散效应	26.1%	26.5%	24.5%	26.5%	21.3%	23.0%	26.0%	10.7%	25.2%
信用风险最低资本4Q23环比3Q23变化	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
信用风险最低资本	2.8%	5.1%	2.6%	12.7%	-1.9%	8.7%	-2.0%	18.9%	4.2%
其中：利差风险最低资本	6.6%	18.3%	16.3%	35.2%	6.5%	14.3%	-2.0%	-1.4%	13.6%
其中：交易对手违约风险最低资本	0.2%	-4.0%	-2.5%	-3.3%	-4.0%	-3.5%	-2.0%	20.6%	-1.8%
其中：信用风险-风险分散效应	3.8%	7.7%	9.7%	15.7%	3.7%	2.1%	-2.0%	0.9%	6.3%

数据来源：保险行业协会，东吴证券研究所

## 4.6 风险分散效应基本持平

图：风险分散效应二期工程1Q24环比变化



表：风险分散效应1Q24与4Q23基本持平

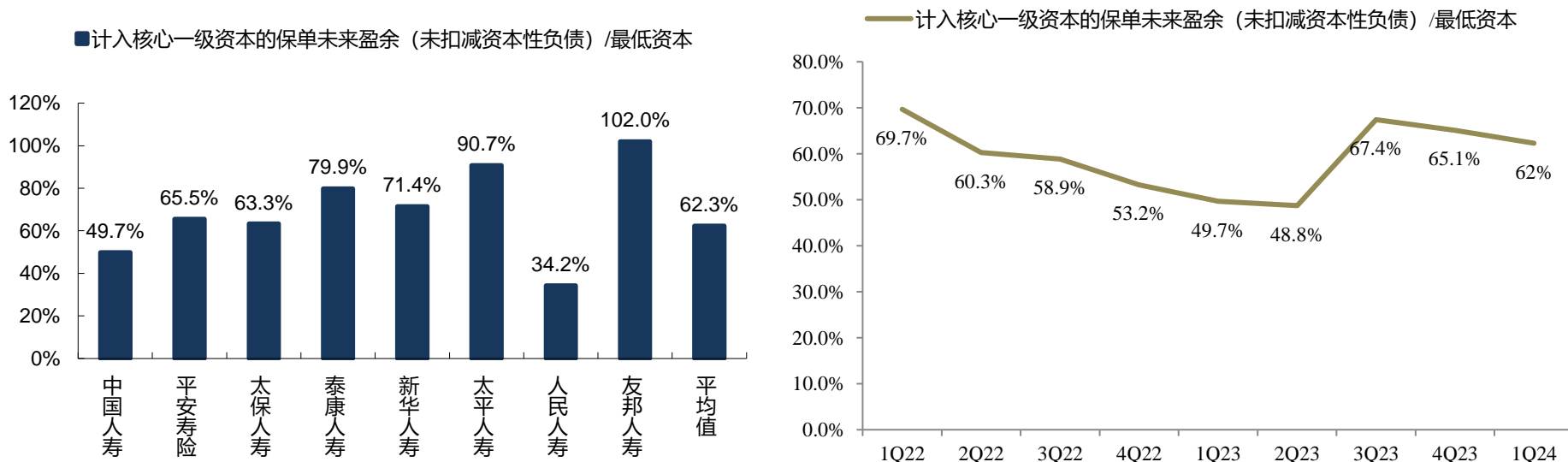
4Q23	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	平均
寿险业务保险风险-风险分散效应占比	29%	25%	28%	29%	26%	26%	24%	29%	27%
市场风险-风险分散效应占比	33%	42%	40%	43%	41%	41%	35%	35%	38%
信用风险-风险分散效应占比	21%	21%	20%	21%	18%	19%	21%	10%	20%
量化风险分散效应占比	21%	23%	26%	24%	23%	25%	23%	24%	23%
损失吸收效应调整占比	7%	13%	13%	22%	7%	13%	6%	14%	11%
3Q23	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	平均
寿险业务保险风险-风险分散效应占比	29%	25%	28%	29%	25%	26%	24%	29%	27%
市场风险-风险分散效应占比	33%	41%	40%	43%	41%	42%	35%	35%	38%
信用风险-风险分散效应占比	21%	21%	19%	20%	17%	20%	21%	11%	20%
量化风险分散效应占比	21%	23%	26%	23%	24%	25%	24%	24%	23%
损失吸收效应调整占比	8%	13%	14%	22%	9%	13%	7%	14%	12%

数据来源：保险行业协会，东吴证券研究所

➤ 我们以逐季披露的“保单未来盈余/最低资本”指标来分析资本经营的效率，分子选用的是计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债）

- 该指标内涵是每消耗1单位要求资本所能创造的长期保单未来盈利，该比值越高表明寿险公司单位资本消耗越低，资本经营效率更高。2023年9月，《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》明确，剩余期限10年期以上保单未来盈余计入核心资本的比例，从不超过35%提高至不超过40%，1Q24样本寿险公司资本效率指标下降至为62.3%。
- 1Q24末样本寿险公司计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债）/最低资本由高至低为友邦人寿(102.0%)、太平人寿(90.7%)、泰康人寿(79.9%)、新华人寿(71.4%)、平安寿险(65.5%)、太保人寿(63.3%)、中国人寿(49.7%)、人民人寿(34.2%)。

图：1Q24末样本寿险公司资本经营效率指标



## 5.主要结论、投资建议与风险提示

## 5.1主要结论

➤ 标准化得分由高至低为友邦人寿(4.8)、太平人寿(3.5)、泰康人寿(3.0)、平安寿险(2.7)、太保人寿(2.0)、新华人寿(1.9)、中国人寿(1.6)、人民人寿(0.7)

表：东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系（寿险篇，评价时间：1Q24）

标准化	计算指标	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿
财务指标	规模保费同比增速 (+)	0.3	0.3	0.2	0.5	0.0	0.3	0.1	1.0
	综合退保率 (-)	0.0	-0.4	-0.2	-0.4	-0.3	-0.3	-1.0	-0.1
	ROE (+)	0.7	1.0	0.9	0.4	0.7	0.5	0.0	0.4
	综合投资收益率 (+)	0.0	0.1	0.1	0.3	0.0	0.4	1.0	0.5
保单盈利能力	保单未来盈余/保险合同负债 (+)	0.1	0.4	0.2	0.7	0.3	0.6	0.0	1.0
净资产稳健性	净资产/核心资本 (+)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8	1.0	0.9	0.0
最低资本构成	保险风险最低资本占比 (+)	0.0	0.8	0.5	0.4	0.5	0.7	0.1	1.0
资本经营效率	保单未来盈余/最低资本 (+)	0.2	0.5	0.4	0.7	0.5	0.8	0.0	1.0
承保经营杠杆倍数 (潜在分红能力)	假设150%核心偿付能力充足率约束下 保单盈余最低要求额/期末净资产 (-)	-0.5	-0.9	-1.0	-0.4	-0.7	-0.6	-0.5	0.0
标准化得分		1.6	2.7	2.0	3.0	1.9	3.5	0.7	4.8

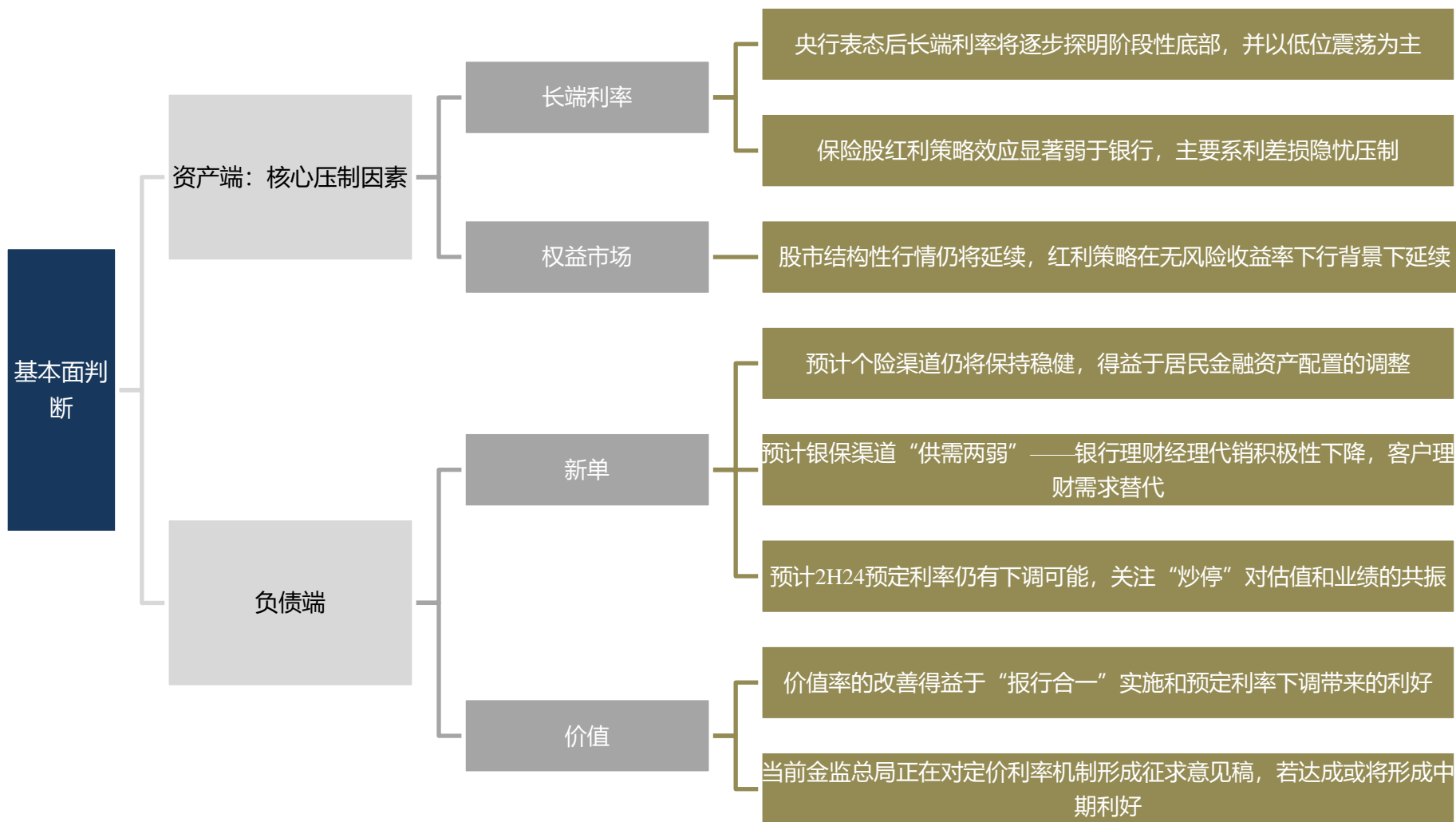
数据来源：保险行业协会，东吴证券研究所

注：1.计算指标中红色为正向指标，越高赋分越高，绿色为负向指标，越低赋分越低

2.国寿不披露综合退保率和规模保费增速，因此不参与该两指标排序打分

## 5.2 保险股当前基本面判断

基本面底部判断：估值大于业绩影响，长端利率是胜负手核心



## 5.3投资建议：利率底部上行，季报全面超预期

- **估值大于业绩影响，长端利率是胜负手核心。短期央行表态长端利率过低、1Q24季报超预期和2H24若保险新“国十条”落地，将对当前保险板块，尤其是寿险股估值催化较大**
  - 利率底部上行，资产端底部反转迹象显现，近期利率主要受央行关于长债收益率表态和地产放松限购的政策预期的影响。4月23日晚央行有关部门负责人接受《金融时报》记者采访，认为目前长期国债收益率与长期经济增长预期背离，其中提到“长期国债收益率总体运行在与长期经济增长预期相匹配的合理区间内”、“固定利率的长期限债券久期长，对利率波动比较敏感，投资者需要高度重视利率风险”。
  - 1Q24季报渐次落地，在此前低预期背景下，资产负债两端季报全面超预期。我们认为2Q24在上年同期高基数压力下，1H24负债端新单和价值增速有望保持平稳。
  - 打造金融“国家队”，期待保险新“国十条”年内亮相。近期《关于金融企业国有资产管理情况专项报告审议意见的研究处理情况和整改问责情况的报告》发布，其中提到“研究制定推进保险业等高质量发展的指导意见”。考虑到4月关于资本市场的新“国九条”颁布，我们预计保险新“国十条”或在2H24颁布落地，时隔十年的顶层设计有望进一步提升保险业定位。
- **投资建议：继续推荐充分受益于资产端预期底部反转的纯寿险标的。保险板块首推中国太保，其次推荐中国平安、新华保险和中国人寿；中国财险作为防御标的的首选当前性价比仍然较为突出。**

## 5.4投资建议：首推中国太保

表：上市险企估值表（以2024年5月16日股价计）

代码	公司名称	收盘价	EVPS (元)				P/EV	P/EV			
			2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
601318.SH	中国平安	43.05	81.10	83.19	85.15	117.98	中国平安	0.53	0.52	0.51	0.36
601628.SH	中国人寿	32.37	44.60	48.64	52.97	57.61	中国人寿	0.73	0.67	0.61	0.56
601601.SH	中国太保	27.93	55.04	58.65	63.01	67.15	中国太保	0.51	0.48	0.44	0.42
601336.SH	新华保险	33.30	80.29	88.47	97.14	106.58	新华保险	0.41	0.38	0.34	0.31

代码	公司名称	收盘价	EPS (元)				P/E	P/E			
			2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
601318.SH	中国平安	43.05	5.01	7.88	8.49	8.94	中国平安	8.60	5.46	5.07	4.82
601628.SH	中国人寿	32.37	0.75	1.11	1.36	1.50	中国人寿	43.34	29.09	23.80	21.61
601601.SH	中国太保	27.93	2.83	3.15	3.90	4.46	中国太保	9.86	8.86	7.15	6.26
601336.SH	新华保险	33.30	2.79	3.50	3.99	4.25	新华保险	11.93	9.51	8.34	7.84

代码	公司名称	收盘价	BVPS (元)				P/B	P/B			
			2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
601318.SH	中国平安	43.05	49.18	52.50	56.96	63.79	中国平安	0.88	0.82	0.76	0.67
601628.SH	中国人寿	32.37	16.28	17.28	18.39	19.57	中国人寿	1.99	1.87	1.76	1.65
601601.SH	中国太保	27.93	25.94	28.14	30.96	34.04	中国太保	1.08	0.99	0.90	0.82
601336.SH	新华保险	33.30	33.68	36.59	39.81	43.15	新华保险	0.99	0.91	0.84	0.77

代码	公司名称	收盘价	BVPS (元)				P/B	P/B			
			2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
2328.HK	中国财险	10.34	10.40	11.63	12.65	13.72	中国财险	0.92	0.82	0.76	0.70

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=0.9246元人民币汇率计算，数据更新至2024年5月16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。

## ➤ 二期工程下偿付能力报告为摘要，相关指标解读与实际经营结果和风险水平可能存在偏差

- 样本寿险公司披露的偿付能力报告为摘要，部分财务与精算数据并未披露，相关指标解读与实际经营结果和风险水平可能存在偏差，例如资产负债匹配能力、地产敞口及风险等

## ➤ 股市波动导致投资收益下滑

- 股市波动会对保险公司净利润及EV增长造成负面冲击。年初以来权益市场仍在寻底，投资收益同比仍有下降压力。长端利率快速下行拖累估值与业绩表现。长端利率下行会导致保险公司利差收窄，影响盈利能力及未来投资收益率。

## ➤ 偿付能力承压对险企资负两端带来负向螺旋影响

- 2023年以来，针对保险公司面临的负债成本较高的现状，监管机构通过窗口指导下调产品定价利率、发文要求保险公司加强资产负债管理、严控渠道费用等方式规范行业经营行为、降低行业负债成本，从而促进保险行业的长期稳健发展。从严监管趋势下，若偿付能力充足率不足将对保险公司负债端业务开展和资产端运用产生掣肘。险企自身应通过优化业务结构、资产结构，提升内生资本的能力，从而保持偿付能力充足。

# 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>

# 东吴证券 财富家园