

中国保险

2025 展望：拨云见日终有时，价值增长曙光现

2024 年中国保险业在政策呵护和低利率环境下迈入高质量转型新阶段。人身险行业出于防范利差损风险的考量，两年内监管下调寿险定价利率上限 100bps，开启此轮寿险定价利率的下行周期。未来，寿险产品预定利率或与市场利率进一步挂钩，参照包括 10 年期国债利率等在内的市场利率为基准，推动行业动态调整负债成本。财险行业伴随新能源车保有量和渗透率的快速提升，车险保费有望进一步打开增量空间；非车险创新类产品的推出和监管持续强化风险减量管理，为行业多元化经营和高质量发展奠定基础。投资方面，近年来受长期利率下行和存量非标资产到期影响，险企净投资收益率较快下行（1H24 平均：3.4%），市场对利差损风险的担忧成为压制险企估值回升的主要原因。完善资产负债久期匹配并建立大类资产配置体系，是险企穿越经济周期、实现稳健经营的必由之路。

■ **寿险：2024 年上市险企寿险新业务价值增长超出市场预期。**不同于 2023 年 NBV 增长得益于新单保费增长和新业务价值率提升的共同带动，2024 年 NBV 主要靠价值率大幅提升驱动。我们认为 2025 年寿险新业务价值增长以新业务价值率提升为驱动的模式将得以延续，基于：1) 预定利率下调带动新单负债成本下行，扩大“利差”；2) 监管窗口指导，调降浮动收益型产品（如分红险、万能险）的结算利率和实际分红水平，降低存量负债成本；3) 全渠道推行“报行合一”，个险渠道的产品费率已随新产品备案，“费差”有望进一步改善；4) 分红险占比逐步提升，优化传统险“一险独大”的产品结构，压降刚性负债成本；5) 长期期交保费占比有望随代理人产能提升和增值服务供给进一步上行。3Q24 上市险企新单保费恢复正增长，主要受 9-10 月预定利率下调导致客户承保需求前置的影响。我们预计 4Q24-1Q25 开门红期间，行业新单保费增速将回归中高单位数，主要受前期客户承保需求消耗的影响。

■ **财险：2024 年财险业呈现保费增速放缓、巨灾频发导致赔付上行的特点。**从全年维度看，车险保费增速不及年初预期，主要受自主定价系数进一步放开后，行业车均保费下滑以及前三季度乘用车销量增速不及预期的影响。3Q24 头部险企的车均保费企稳增长；同时，伴随“以旧换新”补贴政策的加码，10 月国内乘用车销量大幅回暖，带动 10 月单月车险保费同比增长 18.6%，创下年内最高单月保费增幅；新能源乘用车的渗透率稳步上行。

我们预计 2025 年车险行业保费增速为 6%，新能源车保有量和渗透率提升有望进一步打开增量空间。非车险 2024 年受制于政策性业务承保招标节奏放缓和大灾加剧赔付率上行的影响，保费增速和承保盈利出现季节性波动；展望 2025 年，我们认为《财险高质量发展行动方案》的落地和险企主动出清高赔损业务，有助于非车险业态创新，贡献不同类型的财险公司差异化竞争优势；看好个人非车险（如非车意健险）承保利润和保费增速的上行空间。

■ **投资：战略资产配置提高息股比例，战术资产配置把握结构性行情。**面对长端利率下行和新会计准则的实施，金融资产公允价值变动大幅增加险企净利润和净资产对信用和权益市场波动的敏感度。2024 年保险公司增加高股息权益配置，展望未来，我们认为险资在战略资产配置(SAA)方面，有望稳步加大高股息配置；在战术资产配置(TAA)方面，更多把握结构性行情，通过波段操作获取资本利得，增厚投资收益。预计未来险企会逐步加大 FVOCI 权益科目下高息股的配置占比，以实现增厚股息收益和降低公允价值变动对净利润波动的双重目的。除权益投资外，保险资金运用余额中债券投资占比最高，三季度人身险/财产险公司的债券投资比例达 49%/37%，上市险企的债券投资比例介于 50%-70%。尽管当前债券配置占比已较高，我们认为近

优于大市
(维持)

中国保险行业

马毓泽

(852) 3900 0805
nikama@cmbi.com.hk

相关报告：

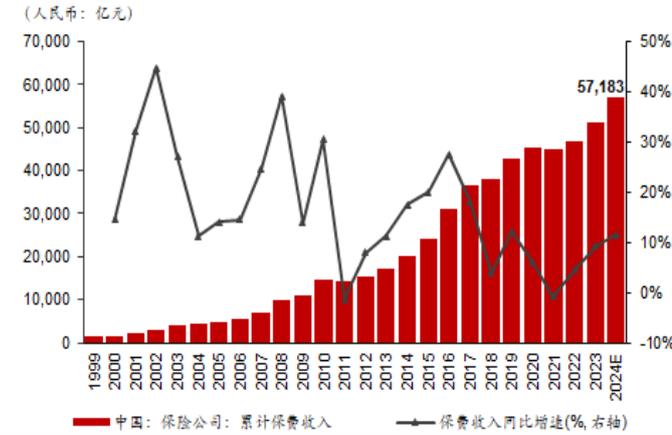
- 中国保险行业 - 10 月月度报告：Life premium retreated as expected, P&C grew with auto sales momentum, Nov 19, 2024 ([link](#))
- 中国保险行业 - 9 月月度报告：Life growth normalized with highlights; P&C expected to see better UW profit, Oct 21, 2024 ([link](#))
- 中国保险行业 - 8 月月度报告：Life jumped on top of low base; P&C top players rebounded in growth, Sep 23, 2024 ([link](#))
- 中国保险行业 - 7 月月度报告：Life momentum kept strong; P&C edged up by auto & non-auto rebounds, Aug 20, 2024 ([link](#))
- 中国保险业 2Q24 资金运用：Life/P&C diverged in allocation; financial yields marginally recovered in 2Q, Aug 14, 2024 ([link](#))
- 中国保险行业 - 6 月月度报告：Life prints better-than-expected on high base; P&C dragged by auto sales, Jul 23, 2024 ([link](#))
- 中国保险行业 - 5 月月度报告：life growth stayed resilient; P&C auto premiums sequentially rebounded, Jun 19, 2024 ([link](#))
- 中国保险行业 - 路演反馈：政策催化下的弹性拉涨可否持续？June 5, 2024 ([link](#))
- 中国保险行业 - 4 月月度报告：4M24 life diverged in face of high base; P&C top players dragged by non-auto, May 20, 2024 ([link](#))
- 中国保险行业 - 3 月月度报告：1Q24 listed life insurers' growth dwindled; P&C rebounded in 3M24 driven by non-auto, Apr 22, 2024 ([link](#))
- 中国保险行业 - 2 月月度报告：1M24 life premiums fell short of expectations, Feb 26, 2024 ([link](#))
- 中国保险行业 - 1 月月度报告：Life premiums up by double digits for the first time in 3 years; P&C growth dragged by non-auto, Feb 5, 2024 ([link](#))

期出台的非银同业存款利率自律管理《倡议》，可能导致部分险资存款到期后流入债市，进一步推升债券投资配置比例。

- **偿二代落地执行：**2025 年偿二代二期全面落地执行。三季度末，保险行业核心偿付能力为 135.1%，较年初升 6.9 个百分点，逐季度回暖；其中人身险/财产险公司的核心偿付能力充足率为 119.5%/203.9%，较年初分别+9.0/ -2.3 个百分点。截至 12 月 6 日，我们统计年内共有 13 家保险公司累计发行 16 笔规模总计为 1,096 亿元的资本补充工具，其中资本补充债券共计 11 笔，累计规模 796 亿元，占比 72.6%，永续债 5 笔，累计规模 300 亿元，占比 27.4%。在当前利率下行周期中，保险公司通过发债补充资本的方式更具经济效益，相较增资扩股易导致股权稀释等，发债融资方式或更具吸引力。
- **投资建议：**当前板块估值交易于 0.2-0.5 倍 FY25 P/EV 和 0.4-0.9 倍 FY25 P/BV，股息率为 4%-7%。四季度保险板块股价震荡回调，更多反映对政策端预期的博弈。维持板块“增持”评级，推荐买入资产负债匹配更优、增长动能持续向好的头部险企**中国太保(2601 HK, 买入, 目标价: 35.5 港元)**、**中国人寿(2628 HK, 买入, 目标价: 20.0 港元)**、**中国平安(2318 HK, 买入, 目标价: 65.1 港元)**和**友邦保险(1299 HK, 买入, 目标价: 94.0 港元)**。

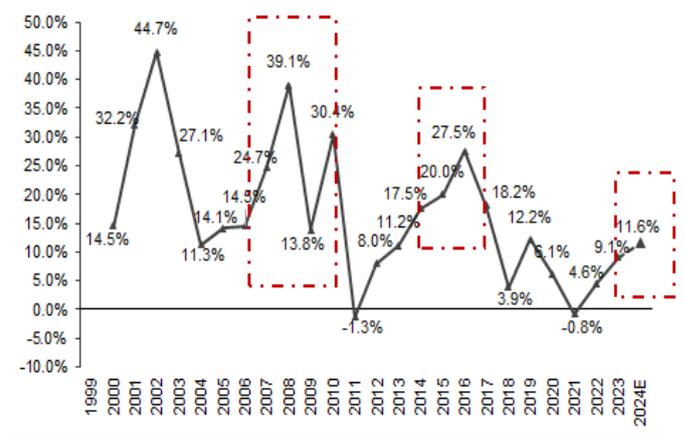
重要图表

图 1: 2000-2024E 中国保险行业保费规模及同比增速 (%)



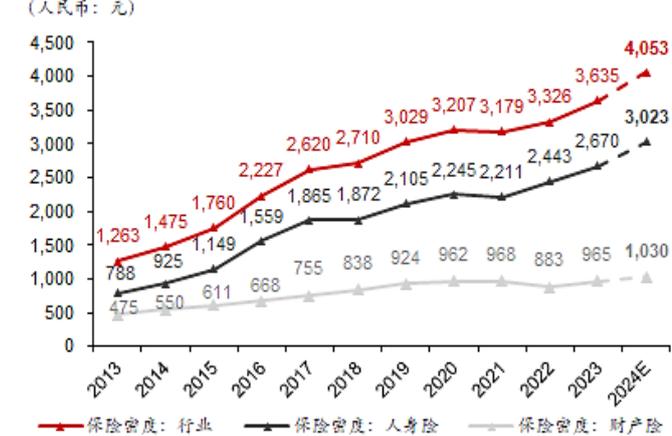
资料来源: 国家金融监管总局, 招银国际环球市场预测

图 2: 2000-2024E “国十条” 政策对行业保费增速带动



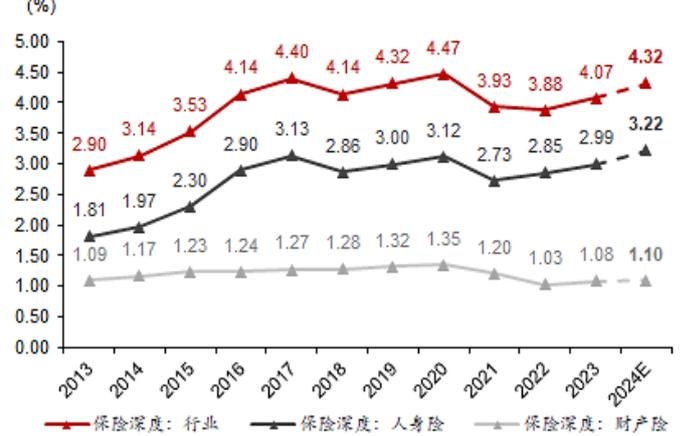
资料来源: 国家金融监管总局, 招银国际环球市场预测

图 3: 中国保险业 - 保险密度指标及预测 (%)



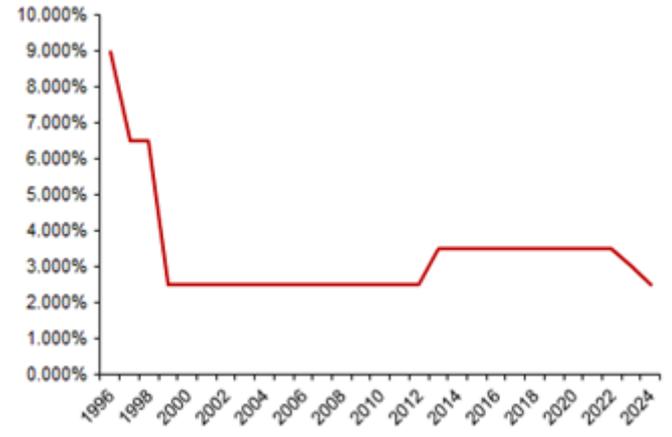
资料来源: 国家金融监管总局, 招银国际环球市场预测

图 4: 中国保险业 - 保险深度指标及预测 (%)



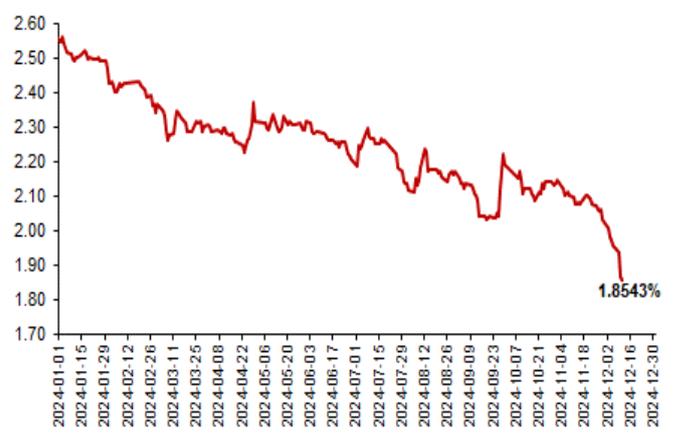
资料来源: 国家金融监管总局, 招银国际环球市场预测

图 5: 普通型人身险预定利率上限调整 (1996 - 2024)



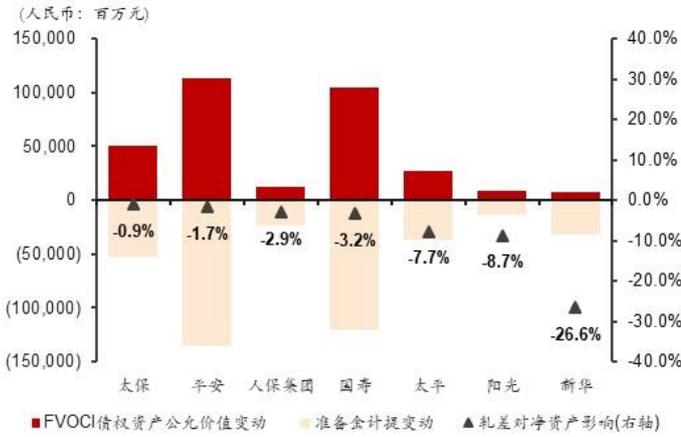
资料来源: 国家金融监管总局, 招银国际环球市场

图 6: 中国 10 年期国债收益率持续下探 (%)



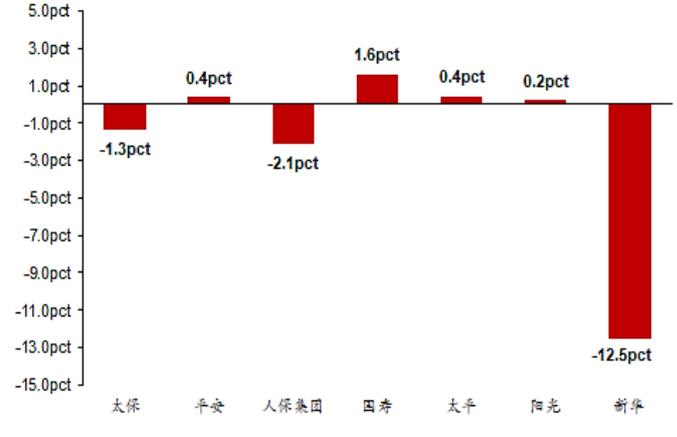
资料来源: Wind, 招银国际环球市场 | 数据截至 2024 年 12 月 11 日。

图 7: 1H24 险企资产/负债久期错配轧差及对净资产影响



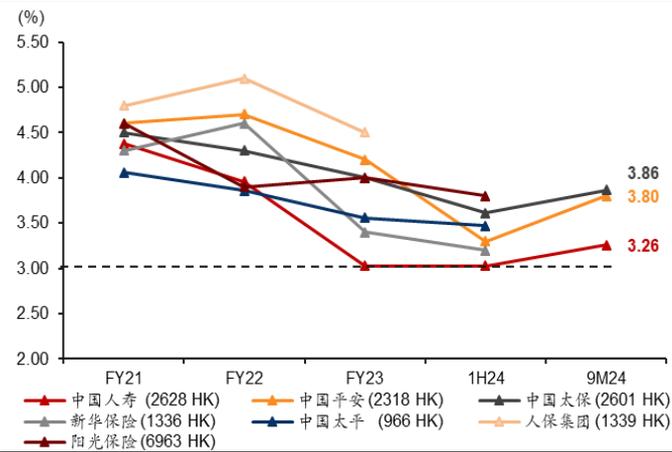
资料来源: 公司公告, 招银国际环球市场

图 8: 1H24 险企资产/负债久期错配轧差影响的变动幅度



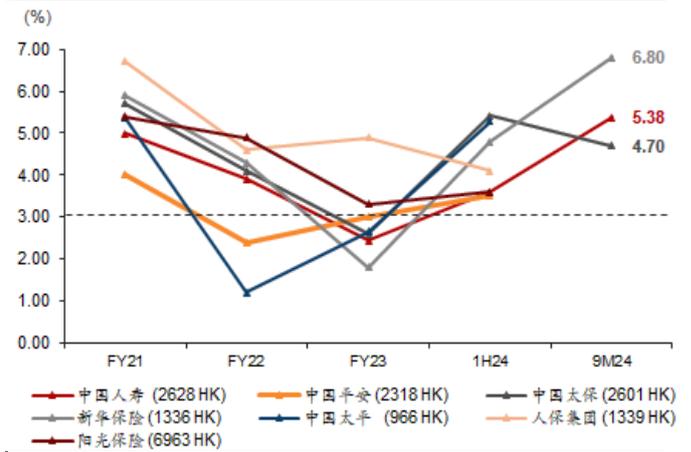
资料来源: 公司公告, 招银国际环球市场

图 9: 上市险企净投资收益率(NIY)表现, FY21-9M24



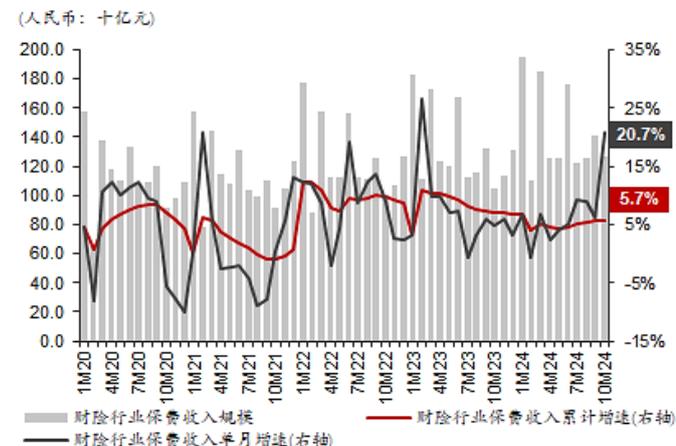
资料来源: 公司公告, 招银国际环球市场

图 10: 上市险企总投资收益率(TIY)表现, FY21-9M24



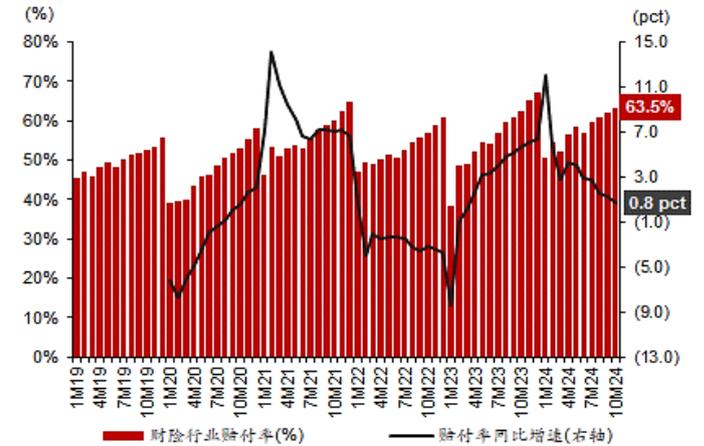
资料来源: 公司公告, 招银国际环球市场

图 11: 财产险行业保费收入规模及累计/月度同比增速 (%)



资料来源: 国家金融监管总局, 招银国际环球市场

图 12: 财产险行业赔付率及同比增速 (pct)



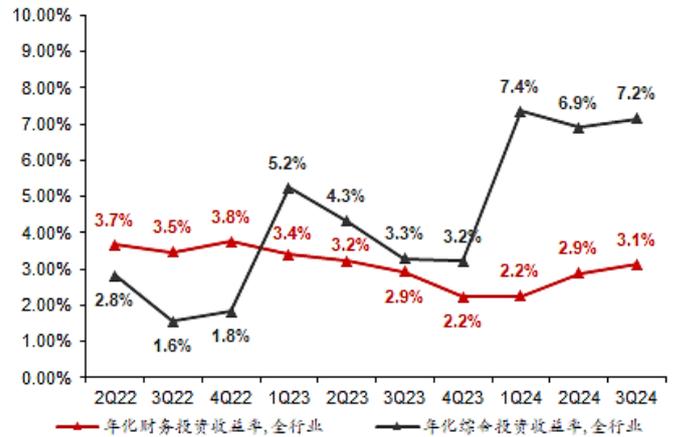
资料来源: 国家金融监管总局, 招银国际环球市场

图 13: 保险业资金运用余额及同比增速 (%)



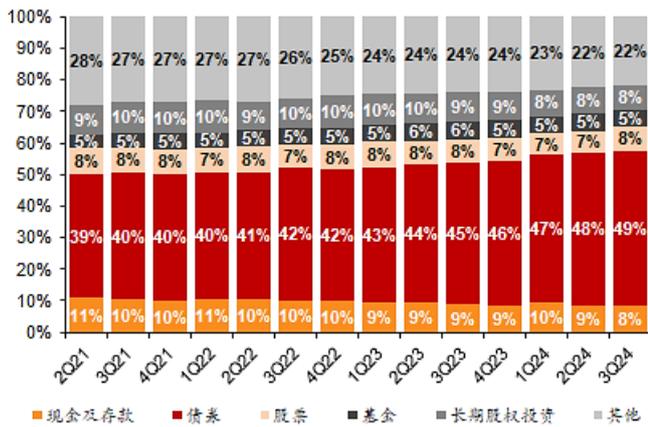
资料来源: 国家金融监管总局, 招银国际环球市场

图 14: 保险业年化财务投资收益率和综合投资收益率 (%)



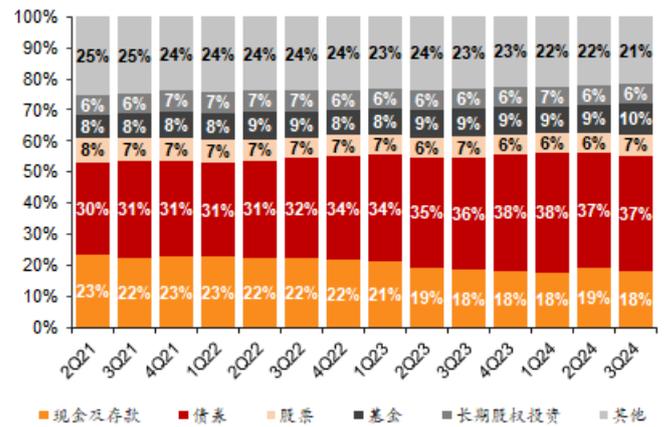
资料来源: 国家金融监管总局, 招银国际环球市场

图 15: 人身险公司保险资金运用的资产配置结构 (%)



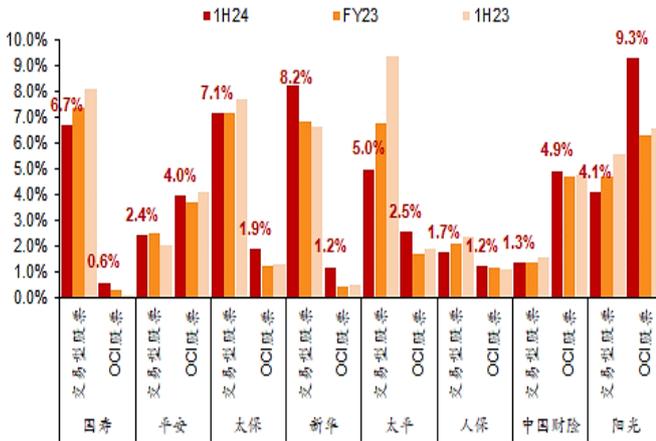
资料来源: 国家金融监管总局, 招银国际环球市场

图 16: 财产险公司保险资金运用的资产配置结构 (%)



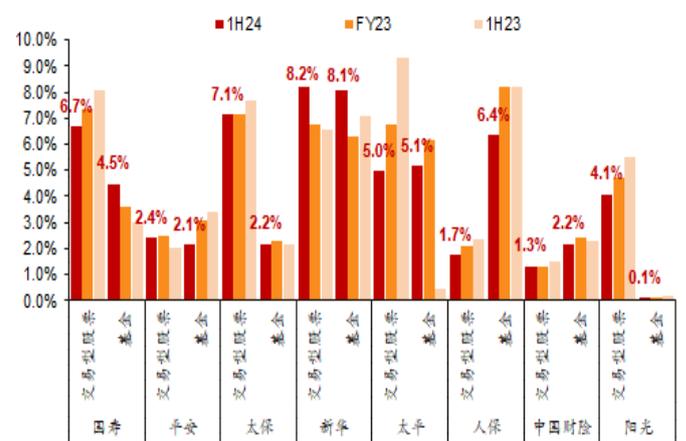
资料来源: 国家金融监管总局, 招银国际环球市场

图 17: 交易型股票(FVTPL)和 OCI 股票(FVOCI)配置占比



资料来源: 公司公告, 招银国际环球市场

图 18: 交易型股票(FVTPL)和基金配置占比 (%)



资料来源: 公司公告, 招银国际环球市场

目录

拨云见日终有时，价值增长曙光现	1
重要图表.....	3
目录.....	6
2024 年股价回顾及 2025 年行业展望	7
2024 年保险股价回顾：9.24 新政催化板块股价大幅反弹构筑年内高点.....	7
2025 年投资观点：聚焦资产负债匹配的龙头险企.....	9
估值.....	13
2025 年行业展望：聚焦高质量价值增长龙头	14
寿险：低利率时代下资产负债联动转型是必由之路.....	14
财险：新能源车险增量空间可期，非车贡献多元化增长曲线.....	23
投资：增配高股息平滑财务冲击，预计部分存款资金流入债市.....	27
偿付能力：偿二代二期全面执行，险企发债融资更具经济效益.....	31
投资建议.....	32

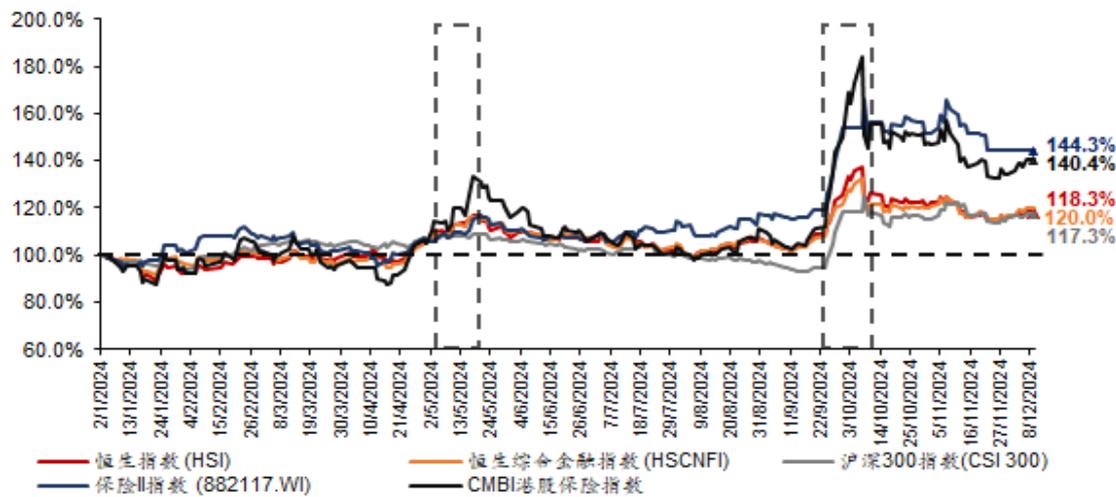
2024 年股价回顾及 2025 年行业展望

2024 年保险股价回顾：9.24 新政催化板块股价大幅反弹构筑年内高点

我们用市值加权法编制了 CMBI 中资港股保险指数，包括 8 家港股上市的中资寿险和财产险公司，并将其与恒生指数(HSI)、恒生综合金融指数(HSCNFI)、沪深 300 指数(CSI 300)和申万保险 II 指数(882117.WI)进行对比，以此回顾 2024 年 1-12 月（截至 2024 年 12 月 8 日）中资保险板块的股价表现。

如下图所示，1Q24 保险指数与市场综合指数走势相若，市场对险企在低利率环境下资产端中长期投资收益无法覆盖刚性负债成本而感到担忧，寿险股估值持续磨底。2Q24 在地产 5.17 新政刺激下，市场流动性边际改善，板块开始出现反弹，中国太保(2601 HK/601601 CH)/中国太平(966 HK)和中国平安(2318 HK/601318 CH)受益于南下资金配置偏好、高权益弹性和地产关联标的等利好因素，股价表现优于同业。3Q24 板块股价回落，直至 9 月底至 10 月初，继 9.24 新政后，板块股价在贝塔行情中大幅反弹，其中，申万保险 II 指数表现超越 CMBI 中资港股保险指数，主要因此轮行情下财险公司股价反弹幅度弱于寿险。申万保险 II 指数追踪 5 家 A 股上市保险公司，CMBI 中资港股保险指数在此基础上亦纳入中国财险(2328 HK)和众安在线(6060 HK)。截至 12 月 8 日，两家公司股价较年初分别+34%/-27%，弱于纯寿险标的（较年初升 60%-70%）和综合保险集团（较年初升 37%-90%）。

图 19: 2024 年年初至今保险指数跑赢市场综合指数（以 2024 年 1 月 2 日的股价为基准对比）



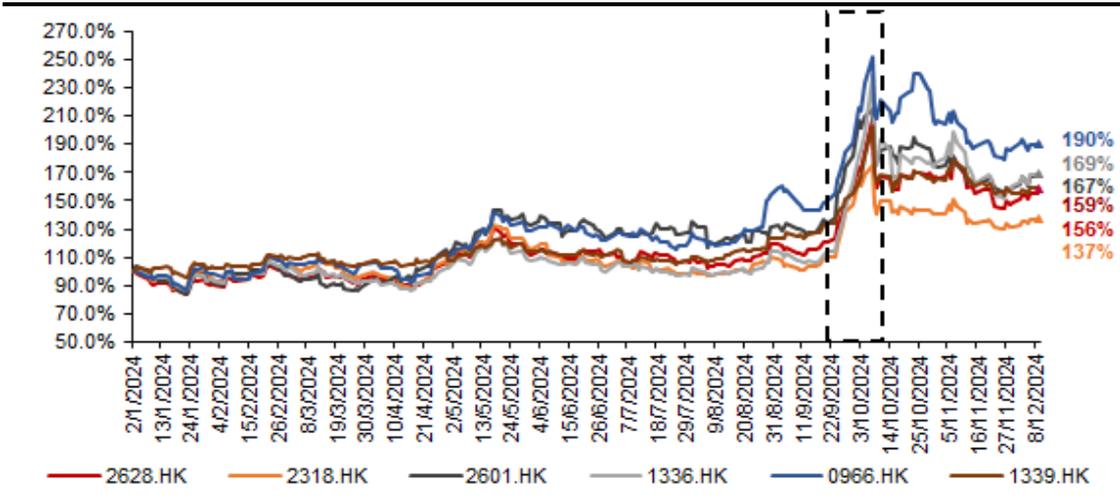
资料来源：Wind、招银国际环球市场

注：CMBI 港股保险指数纳入 8 家港股上市的中资寿险、财险和保险集团，成分股包括：中国人寿 (2628 HK)、中国平安 (2318 HK)、中国太保 (2601 HK)、新华保险 (1336 HK)、中国太平 (966 HK)、中国人保集团 (1339 HK)、中国财险 (2328 HK) 和众安在线 (6060 HK)。

申万保险 II 指数 (882117.WI) 成分股包括：中国人寿 (601628 CH)、中国平安 (601318 CH)、中国太保 (601601 CH)、新华保险 (601336 CH)、中国人保集团 (601319 CH)、天茂集团 (000627 CH)

中国太平(966 HK) 股价自中期业绩披露后持续走强。四季度保险板块震荡回调，更多反映政策端预期博弈。四季度太平和新华受益于前期低估值、高权益弹性和基本面预期改善等三大因素，估值弹性大，股价表现优于同业。截至 12 月 8 日，这两家公司的股价较年初分别上涨 90%/69%。

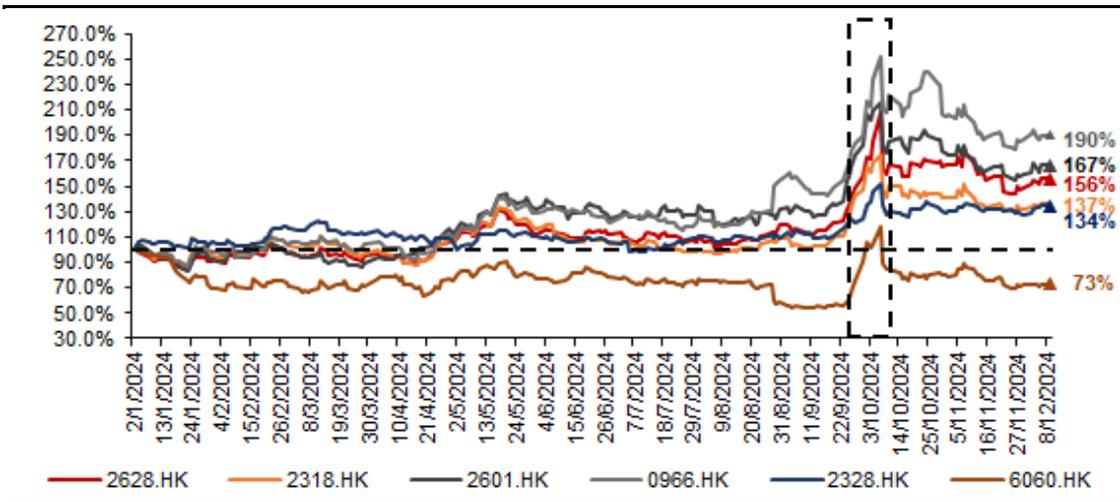
图 20: 2024 年年初至今中资寿险股价表现 (以 2024 年 1 月 2 日的股价为基准对比)



资料来源: Wind、招银国际环球市场

财险公司在 9.24 新政行情下反弹幅度弱于寿险。中国财险(2328 HK)和众安在线(6060 HK)年初至今股价分别+34%/-27%，主要因财险业务具备刚需属性，公司股价更多反映业务规模的稳健增长和承保盈利。值得注意的是，众安年内股价跑输同业，主要受公司投资收益大幅波动拖累盈利不及预期，1H24 公司净投资亏损达 1.71 亿元，拖累税前利润下降 63%。

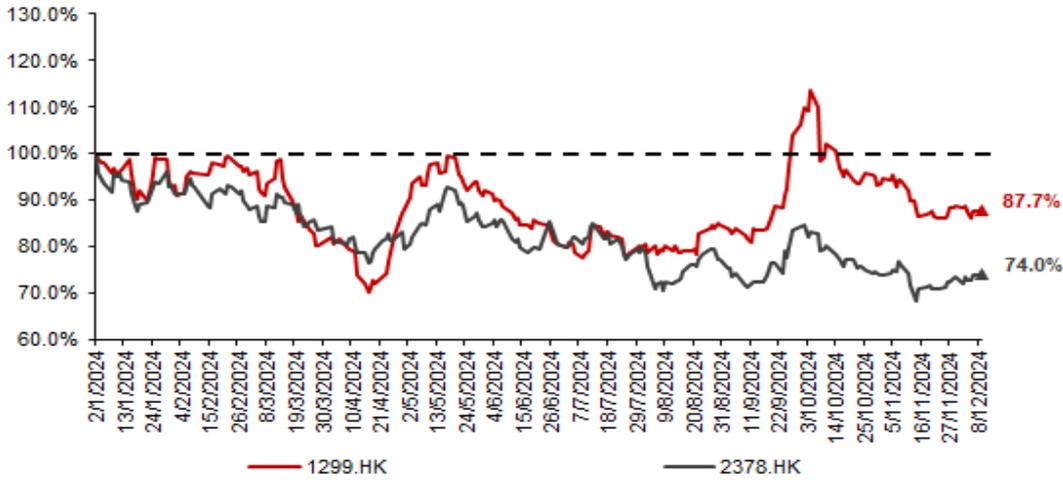
图 21: 2024 年年初至今财险板块股价表现 (以 2024 年 1 月 2 日的股价为基准对比)



资料来源: Wind、招银国际环球市场

友邦(1299 HK)和保诚 (2378 HK)年内股价表现不及中资险企。年初至今，两家公司股价震荡下行。截至 12 月 8 日，友邦和保诚股价较年初下降 12%/26%。尽管二、三季度股价走势反映国内政策利好，但受宏观经济扰动和资金配置需求的影响，股价表现未反映基本面。

图 22: 2024 年年初至今友邦和保诚股价表现 (以 2024 年 1 月 2 日的股价为基准对比)



资料来源: Wind、招银国际环球市场

2025 年投资观点: 聚焦资产负债匹配经营的龙头险企

■ 高质量价值增长趋势已现

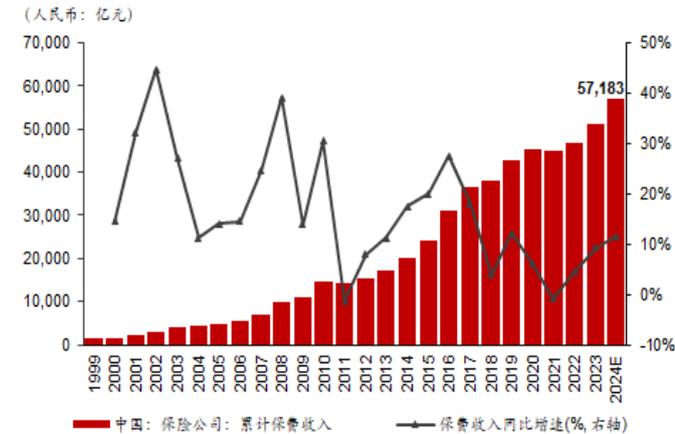
自 2023 年 7 月监管下调传统险预定利率和 8 月规范银保“报行合一”，到 2024 年 8 月再次下调传统险、分红险和万能险的预定利率和最低保证利率上限，两年内监管引导下调人身险定价利率上限 50-100bps，开启此轮定价利率的下行周期。结合近两年监管对保险渠道和产品政策的出台，我们认为保险业在当前低利率环境下，迈入了向高质量转型新阶段。

自 2017 年监管出台《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》限制快返型年金产品起，人身险行业从产品和渠道方面开始呈现“强监管”态势。2024 年 9 月，“国十条”3.0 的颁布进一步明确强监管是未来 5-10 年保险行业发展的总基调。从历史保费数据看，我国保险业的发展受政策驱动呈现一定周期性特征：在 2006 年 6 月“国十条”1.0 和 2014 年 8 月“国十条”2.0 发布后的 1-2 年内，行业保费收入增速达到小周期内的峰值（图 18）。

我们预计 2024 年行业总保费规模有望突破 5.7 万亿元，同比增长 11%，显著高于名义 GDP 5.0% 的增长目标。保险密度（总保费收入/总人口）预计为 4,053 元/人，同比提升 11.5%（图 19）；保险深度（总保费收入/国内生产总值）预计为 4.32%（假设 GDP 增长 4.5%-5.0%，图 20），同比提升 0.3 个百分点。人身险仍将是行业保费收入贡献的主力军，在居民风险偏好下行、储蓄意愿旺盛的背景下，我们认为寿险保费有望随经济增长进一步上行。

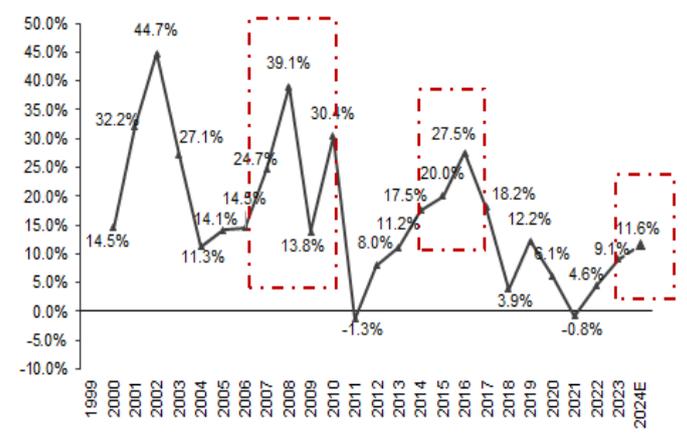
尽管周期性因素或能驱动行业保费规模上行，我们认为在“国十条”3.0 的指导下，过去追求规模和速度扩张的业务模式不可为继。2024 年上市险企新业务价值增长超出市场预期，而不同于 2023 年 NBV 增长靠新单保费和新业务价值率的双向提升带动，2024 年 NBV 更多靠价值率大幅提升所驱动。7 家上市险企 1H24 新业务价值率均值升至 19.6%，较年初均值（13.4%）高 6.2 个百分点。我们认为行业转型、聚焦高质量价值增长的趋势已现；预计 2025 年寿险 NBV 有望在价值率提升的驱动下进一步实现增长。预计在 4Q24-1Q25 “开门红”期间，新单保费增速回归中高单位数，主要受前期产品切换导致部分需求消耗的影响。

图 23: 2000-2024E 中国保险行业保费规模及同比增速



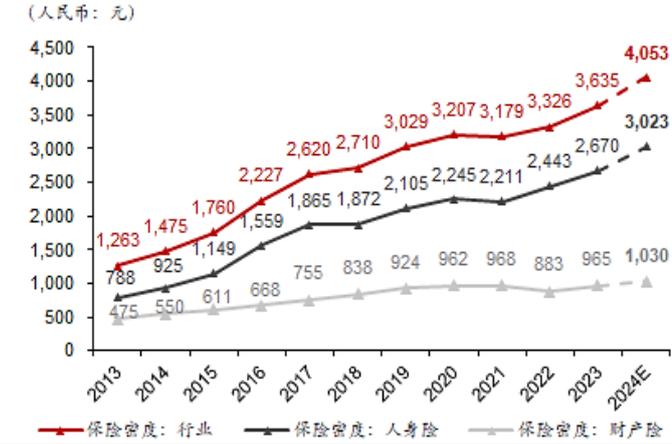
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测
注: 2024 年保费收入及同比增速为招银国际预测值。

图 24: 2000-2024E “国十条” 政策对行业保费增速带动



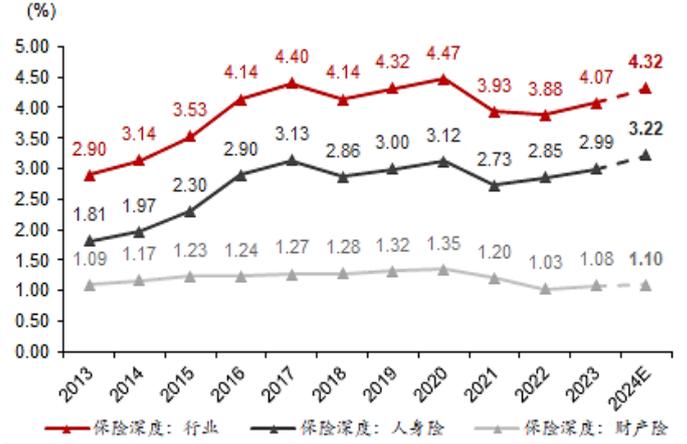
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测
注: 2024 年保费收入增速为招银国际预测值。

图 25: 近十年我国保险密度持续增长, 人身险占比 >70%



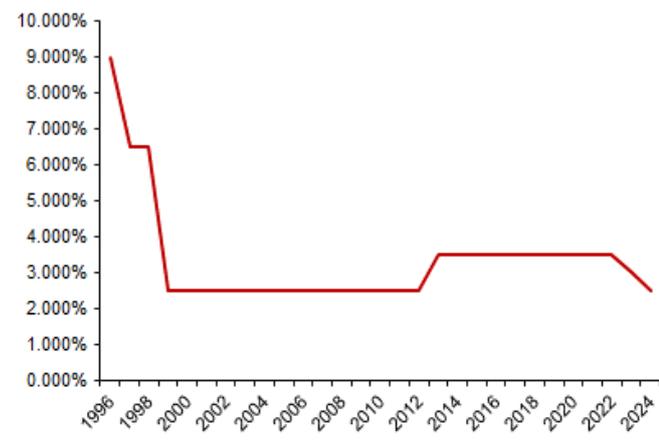
资料来源: Wind, 金融监管总局, 保险年鉴, 招银国际环球市场预测
注: 2024 年保险密度为招银国际预测值。

图 26: 保险深度微幅振荡, 预计 2024E 达到 4.32%



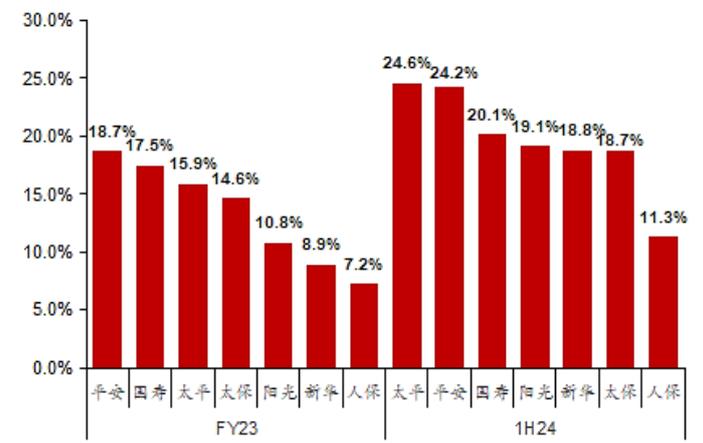
资料来源: Wind, 金融监管总局, 保险年鉴, 招银国际环球市场预测
注: 2024 年保险密度为招银国际预测值。

图 27: 普通型人身险预定利率上限调整 (1996 - 2024)



资料来源: Wind、金融监管总局, 招银国际环球市场

图 28: 上市险企年内新业务价值率(NBVM)显著提升



资料来源: 公司公告, 招银国际环球市场预测
注: 新业务价值率按上市公司披露的新单保费可比口径计。

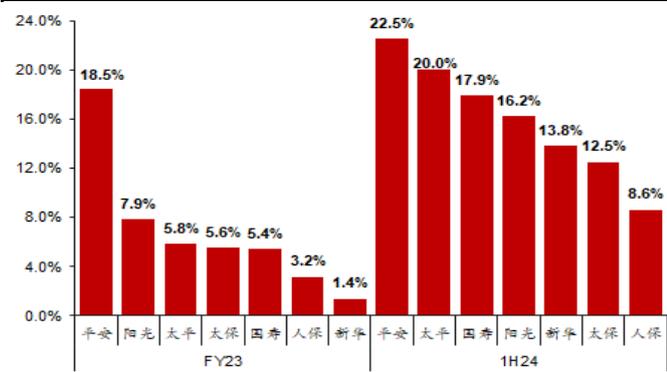
■ 银保价值率升幅亮眼，为个险报行合一提供例证

上市险企银保新业务价值率快速增长，主要得益于报行合一改善产品“费差”水平。截至1H24，平安维持业内银保新业务价值率最高水平；太平、国寿和新华的价值率较年初和去年同期均提升超过10个百分点。具体来看，险企银保新业务价值率排序为：平安(22.5%) > 太平(20.0%) > 国寿(17.9%) > 阳光(16.2%) > 新华(13.8%) > 太保(12.5%) > 人保(8.6%)；对比年初，仅平安一家银保新业务价值率为双位数。银保价值率的提升带动银保新业务价值在渠道新单保费下滑的基础上仍实现快速增长。上市险企 1H24 银保新业务价值增速排序为：太平(+304%) > 人保(+250%) > 新华(+97%) > 国寿(+81%) > 阳光(+31%) > 太保(+27%)。

今年年初，监管开始在专业中介代理渠道推行“报行合一”，要求渠道实际销售费用不得超过产品定价假设中所蕴含的费用水平，禁止险企对渠道销售费用进行额外补贴。以银保和中介渠道为前例，我们预计个险“报行合一”有望在 2025 年落地。参考银保渠道，我们认为个险“报行合一”可能存在三点影响：**1) 费差改善，产品利润率提升，利好个险 NBV 上行；2) 个险新单保费可能出现较大幅度下滑，一方面费率降低利好产品定价下行，另一方面代理人销售动能减弱，新单销售或将边际放缓；3) 佣金收入下滑对代理人规模造成负面影响，但预计核心绩优人力保持稳定。**此外，分红险对代理人的销售技能要求更高，因而对资深代理人的留存更为依赖；预计实施后，险企需加大对不同层级销售队伍的培训力度。

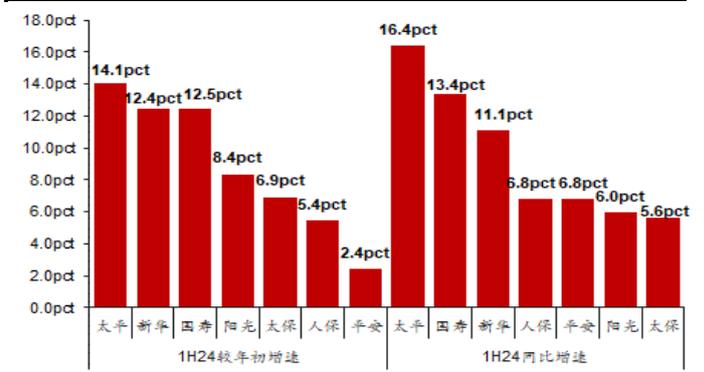
短期内，我们预计险企新单产品结构仍将以传统险为主，考虑到分红险销售培训到技能提升仍需时间；但中长期来看，在当前定价利率下行周期中，分红险销售有望重回行业主流。

图 29: 上市险企银保新业务价值率 NBVM (新单保费口径)



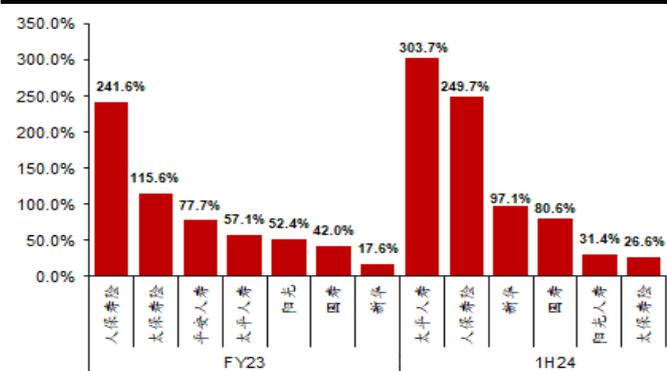
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 30: 上市险企银保新业务价值率较年初及同比变动幅度



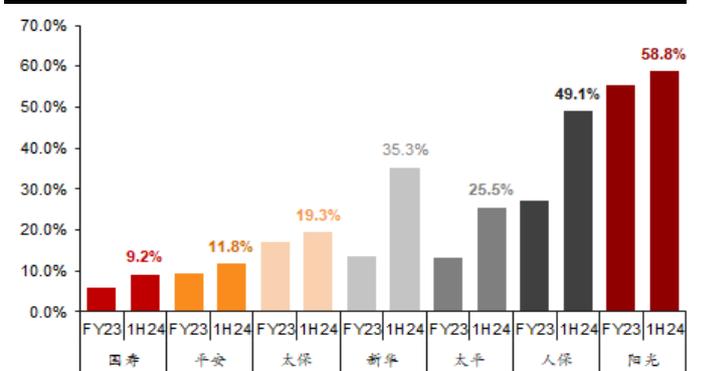
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 31: 上市险企银保新业务价值增速对比 (%)



资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 32: 上市险企银保渠道新业务价值贡献比例 (%)



资料来源：公司公告，招银国际环球市场

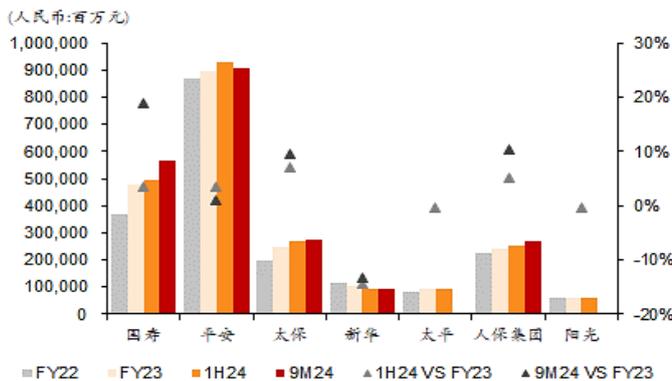
■ 资负久期匹配降低利率风险敞口

寿险公司的利润来源可分为利差、费差和死病差三个部分，其中利差是最主要利润来源。近年来受长端利率下行、存量非标资产到期等影响，险企投资收益，尤其是净投资收益率大幅下滑。截至 3Q24，国寿、平安和太保的年化净投资收益率为 3.26%/3.80%/3.86%，较年初下降 44bps/40bps/14bps；1H24 上市险企平均年化净投资收益率仅为 3.4%，对比 2022/2023 年分别为 4.4%/3.8%，降幅显著。净投资收益率持续下行导致保险公司的利差空间被逐步压缩，若以 3.0% 的负债成本计，近两年上市险企的平均利差降幅均超过 50bps。

利差损的实质问题在于资产和负债久期错配。寿险公司负债端期限普遍长于资产端，导致在利率下行周期中，资产端重定价将面临再投资风险；中长期看，再投资较低的收益若无法覆盖存量负债成本，即构成利差损。利差损对险企的估值不利，是近两年来上市寿险公司估值磨底的主要原因。从久期维度看，险企资负久期的错配导致险企天然存在利率风险，即负债对利率变动的敏感性高于资产对利率变动的敏感性。因此，利率下行一方面利好险企资产端公允价值增长，带来正向的投资收益。另一方面负债准备金计提的涨幅可能更大，导致在新会计准则下，净资产的波动上升。截至 3Q24，5 家 A/H 上市险企的净资产较年初平均上升 5.3%，对比 1H24 平均为升幅 1.0% 来说，变动幅度明显加大。金融资产的分类，如是否将债权产品划入 FVOCI，可成为险企在资负匹配基础上平滑净资产波动的解决方案。

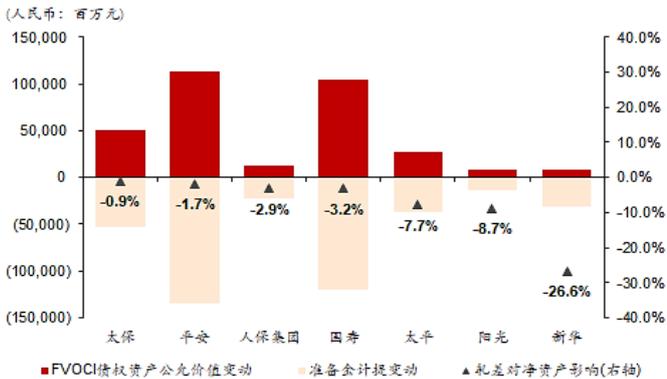
通过统计上市险企公允价值轧差对净资产的影响，我们认为可侧面量化险企资产和负债久期匹配情况，从 1H24 的结果来看，上市险企资负久期匹配程度的排序为：太保(-0.9%) > 平安(-1.7%) > 人保(-2.9%) > 国寿(-3.2%) > 太平(-7.7%) > 阳光(-8.7%) > 新华(-26.6%)。推荐资负久期匹配更优且持续改善的头部险企中国人寿、中国平安和中国太保。

图 33: 上市险企净资产及 1H24/9M24 较年初变动幅度



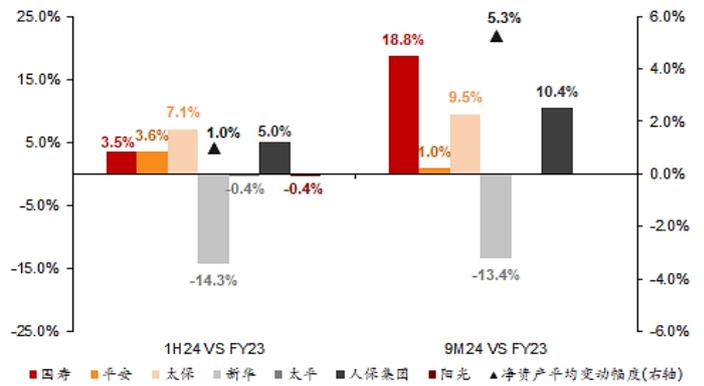
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 35: 资产/负债久期错配对险企净资产的影响测算, 1H24



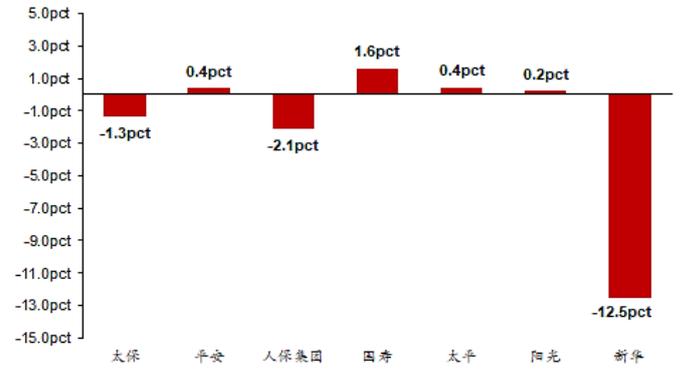
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 34: 上市险企 3Q24 净资产较年初变动幅度加大



资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 36: 1H24 资产/负债久期错配轧差较年初变动幅度



资料来源：公司公告，招银国际环球市场

估值

图 37: 同业估值对比

公司	股票代码	评级	目标价 (LC)	收市价 (LC)	上行/下行空间	市值 (LC bn)	P/EV(x)		P/B (x)		Div. Yield (%)	
							FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E
中国保险公司												
中国平安 (H)	2318 HK	买入	65.10	47.0	38.5%	997	0.54 x	0.51 x	0.80x	0.73x	6.1%	6.5%
中国人寿 (H)	2628 HK	买入	20.00	15.4	29.9%	1,099	0.28 x	0.26 x	0.71x	0.68x	9.3%	5.4%
中国太保 (H)	2601 HK	买入	35.50	25.2	40.9%	332	0.37 x	0.35 x	0.81x	0.75x	4.5%	4.6%
中国财险 (H)	2328 HK	买入	14.00	12.1	16.1%	266	n.a	n.a	0.99x	0.92x	5.2%	5.4%
众安在线 (H)	6060 HK	买入	22.00	12.8	72.4%	19	n.a	n.a	0.82x	0.78x	0.0%	0.0%
新华保险 (H)	1336 HK	-	n.a	25.3	-	144	0.28 x	0.27 x	0.70x	0.66x	4.6%	5.0%
中国太平 (H)	966 HK	-	n.a	12.3	-	45	0.15 x	0.14 x	0.47x	0.44x	3.3%	3.7%
人保集团 (H)	1339 HK	-	n.a	3.9	-	326	0.48 x	0.44 x	0.61x	0.56x	5.0%	5.5%
阳光保险 (H)	6963 HK	-	n.a	2.9	-	4	0.28x	0.27x	0.49x	0.47x	6.5%	7.3%
						平均值	0.34x	0.32x	0.7x	0.7x	4.9%	4.8%
区域型保险公司												
友邦保险(H)	1299 HK	买入	94.0	58.2	61.7%	631	1.14 x	1.00 x	1.61 x	1.61 x	3.0%	3.4%
保诚(H)	2378 HK	买入	125.0	65.9	89.7%	177	0.45 x	0.39 x	1.16 x	1.02 x	2.6%	2.8%
						平均值	0.80x	0.70x	1.38 x	1.31 x	2.8%	3.1%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2024 年 12 月 11 日）

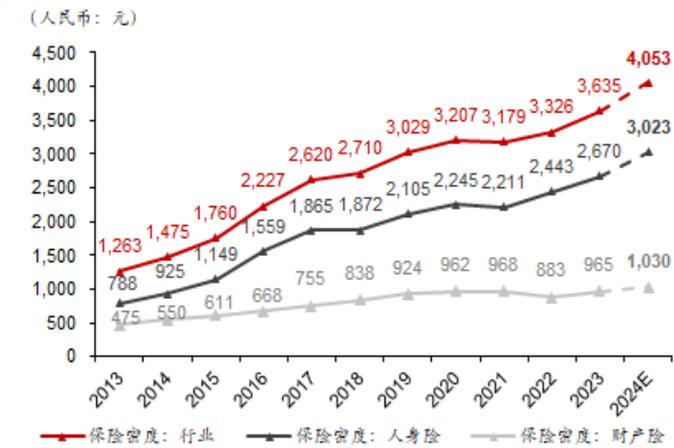
注：阳光保险为未评级，新华保险/中国太平/中国人保集团估值相关数据参考彭博一致预期。

2025年行业展望：聚焦高质量价值增长龙头

寿险：低利率时代下资产负债联动转型是必由之路

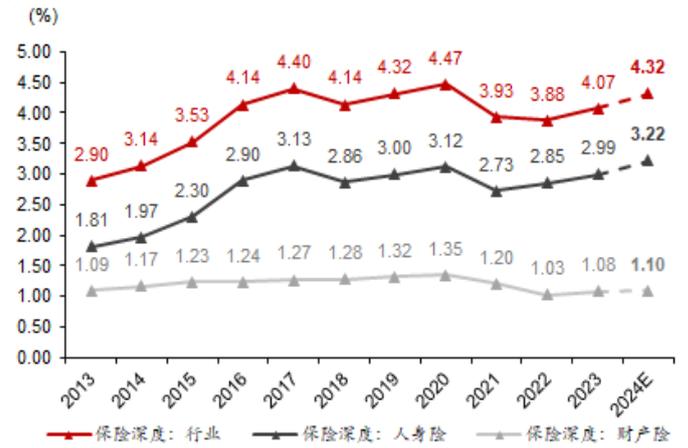
我们预计2024年行业保费收入有望实现历史性的突破，总保费规模超过5.7万亿元，同比增长11%，显著高于名义GDP 5.0%的增长目标。保险密度（总保费收入/总人口）预计为4,053元/人，同比提升11.5%；保险深度（总保费收入/国内生产总值）预计为4.3%（假设GDP增速4.5%-5.0%），同比增长0.3个百分点。尽管我国的保险密度和保险深度近十年来快速增长，但与全球平均水平仍存在一定差距。根据瑞再保险研究报告2023年数据，2023年全球保险密度为889美元/人，中国为516美元/人（以美元/人民币=7.05汇率计），其中人身险贡献超过70%。2023年全球保险深度为7.0%（中国为4.07%），美国、新加坡、日本、中国香港和台湾地区的保险深度分别为11.9%、9.2%、8.9%、17.2%和10.3%，是我国保险深度的2-4倍。展望未来，我们预计人身险仍将是贡献行业保费增长的主力军，其中寿险保费在居民风险偏好下行、储蓄意愿旺盛的背景下，有望随经济增长进一步上行。

图 38: 近十年我国保险密度持续增长，人身险占比 >70%



资料来源：Wind，金融监管总局，保险年鉴，招银国际环球市场预测

图 39: 保险深度微幅振荡，预计 2024E 达到 4.32%



资料来源：Wind，金融监管总局，保险年鉴，招银国际环球市场预测

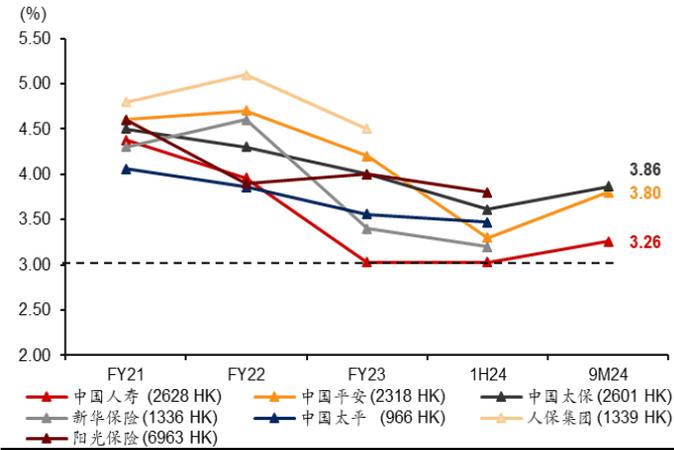
上市险企2024年新业务价值增速（可比口径下）超出市场预期。不同于2023年NBV由新单保费增长和新业务价值率提升的共同带动，2024年NBV增长主要靠价值率的大幅提升驱动。我们认为2025年寿险新业务价值以新业务价值率提升驱动的模式有望延续，主要因：1) 预定利率下调带动新单负债成本下行，扩大“利差”；2) 监管对浮动收益型产品（如分红险、万能险）结算利率和实际分红水平进行窗口指导，利好降低存量负债成本；3) 全渠道推行“报行合一”，个险产品费用结构已随新产品备案，有望大幅改善“费差”；4) 分红险占比逐步提升，优化以传统险“一险独大”的产品结构，压降刚性负债成本；5) 长期期交保费占比有望随代理人产能提升和增值服务供给进一步上行；头部险企代理人规模企稳。

■ 预定利率下调优化增量负债成本，预计25年新业务价值率再提升

寿险公司的核心利润来源可分为利差、费差和死病差三个部分，其中利差是最主要的来源。近年来受长端利率下行和存量非标资产到期等影响，保险公司净投资收益率大幅下滑。截至3Q24，国寿、平安和太保的年化净投资收益率为3.26%/3.80%/3.86%，较年初下降44bps/40bps/14bps；1H24上市保险公司平均年化净投资收益率为3.4%，对比2022/2023年分别为4.4%/3.8%，降幅明显。净投资收益率持续下行导致险企的利差空间被逐步压缩。若以3.0%的负债成本粗略计算，近两年上市险企平均利差降幅超过50bps。

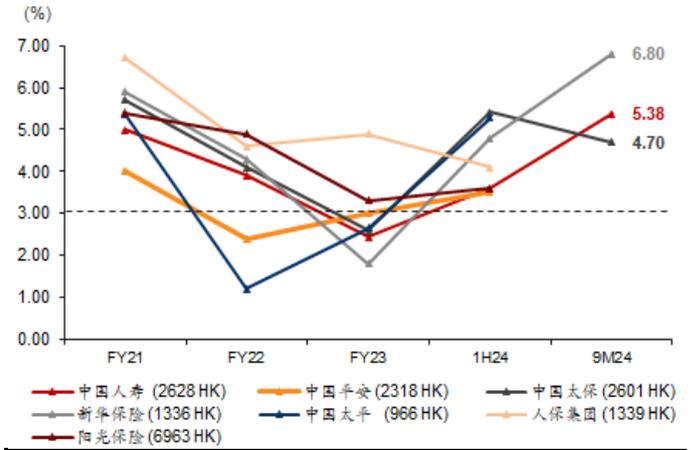
随寿险产品定价利率上限的下调，险企新销售保单的保证成本下移，降低增量负债成本，提高产品利润率。我们预计 2025 年寿险新业务价值增长有望倚赖新业务价值率提升驱动。

图 40: 低利率环境下上市险企净投资收益率较快下行



资料来源：公司公告，招银国际环球市场 | 注：数据为年化收益率口径

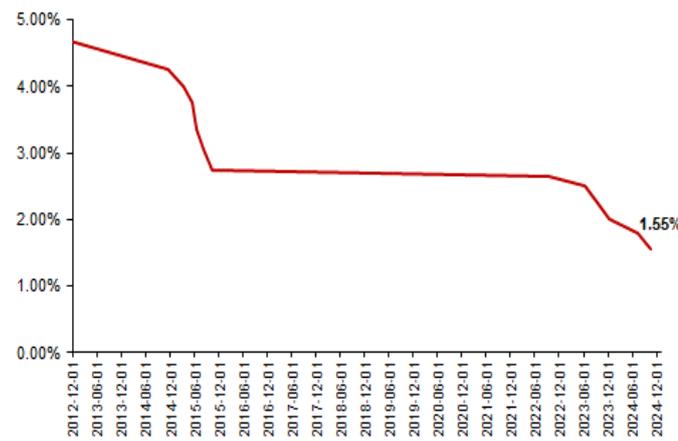
图 41: 总投资收益率得益于买卖价差收益增长而上行



资料来源：公司公告，招银国际环球市场 | 注：数据为年化收益率口径

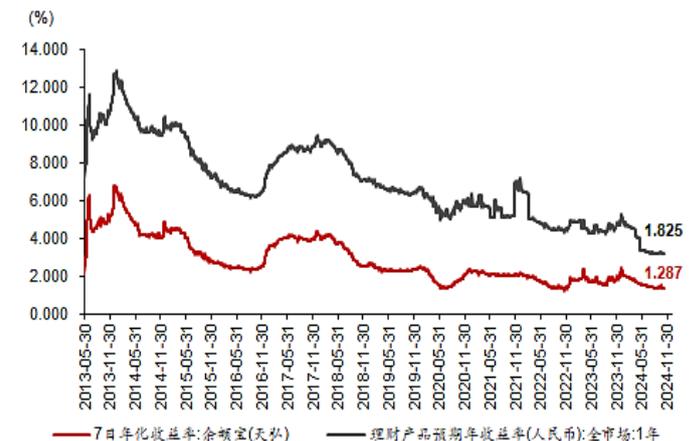
目前，传统险、分红险和万能险的预定利率和最低保证利率上限已下调至 2.5%、2.0%和 1.5%。传统险预定利率已是历史区间下限，与 1997-2012 年相同。此次下调是自 2013 年定价利率上调后的首次全险种下调，显示监管对行业利差管理的重视。从投资竞品的角度对比，传统险定价利率下调后，较当前银行定期存款和理财等产品仍具有一定优势。继 10 月商业银行集中下调存款挂牌利率后，当前，四大国有行 5 年期定期存款利率（整存整取）仅为 1.55%（图 35）；短期限投资品种收益率降幅更大，截至 12 月 9 日，1 年期理财产品预期年化收益率降至 1.83%，而余额宝 7 天年化收益率不足 1.30%（图 36）。

图 42: 中国工商银行 5 年期定期存款利率（整存整取）



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 43: 中国工商银行 5 年期定期存款利率（整存整取）

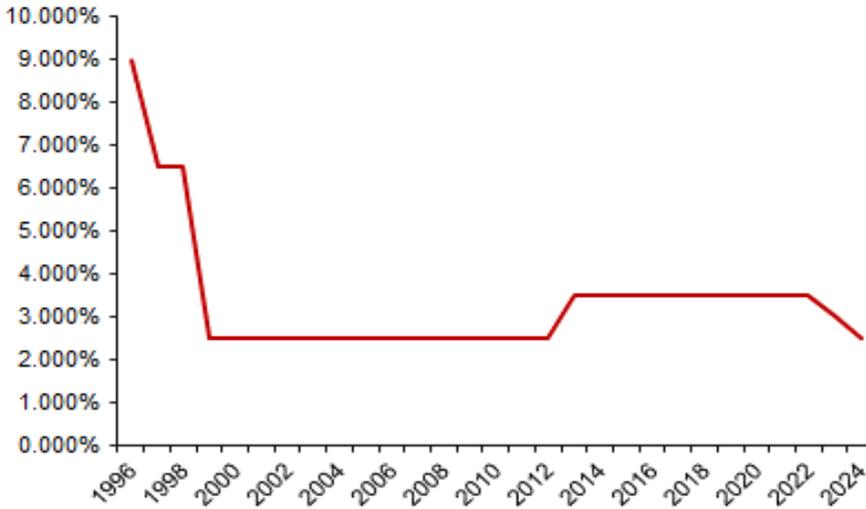


资料来源：Wind，招银国际环球市场

尽管从增量负债成本的角度看，人身险预定利率下调利好险企的利差改善；但新产品价格因定价利率调降而普遍上涨，预计对消费者购买保单的需求构成影响。从利率敏感性角度看，预定利率下调对不同险种保费增幅的排序为：终身寿险 > 年金险 > 重疾险 > 两全险 > 定期寿险。预计 4Q24-1Q25 “开门红” 期间，主力产品仍将以储蓄型增额终身寿险、年金险和两全险为重心，并在部分产品中加入保底 2.0% 的分红功能；考虑前期客户需求透支和代理人分红险销售技能提升仍需时间，我们预计 2025 年开门红新单保费增速将回归单位数。

8月，监管发布《关于健全人身保险产品定价机制的通知》，提出要建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制，参考5年期以上贷款市场报价利率(LPR)、5年起定期存款基准利率、10年期国债到期收益率等长期利率，确定预定利率的基准值；在达到触发条件后，各保险公司需按照市场化原则及时调整产品定价。我们认为未来监管将进一步落地人身险预定利率与市场利率联动机制，推动险企负债成本随基准利率动态调整，降低管理的滞后性。

图 44: 监管下调传统险预定利率上限，当前定价利率水平与 1999-2012 年期间一致



资料来源: Wind, 金融监管总局, 招银国际环球市场

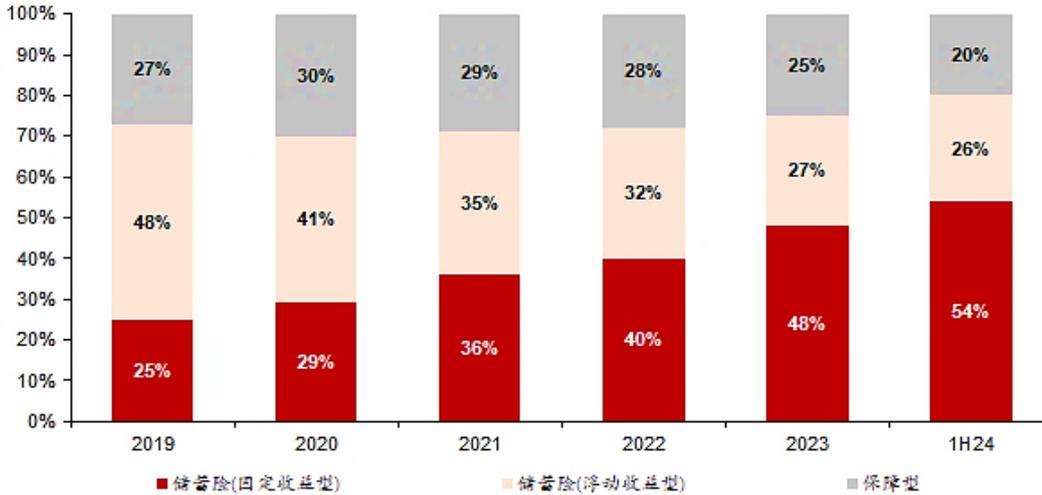
■ 发展浮动型收益产品，优化存量负债成本

3月，监管对行业进行窗口指导，调降浮动型产品实际分红和利率水平，包括对中小公司的万能险结算利率要求不超过3.3%，大型保险公司的万能险结算利率不超过3.1%；分红险实际分红水平降至与万能险结算利率相同，即对上市保险公司而言，分红险的实际分红水平最高不超过3.1%。目前，分红险和万能险产品的预定利率和最低保证利率为2.0%和1.5%。

作为浮动型收益产品的代表，分红险销售需每年披露产品的红利实现率指标，即该产品历史实际分红金额占其演示分红金额的比例。参考上市险企披露的分红实现率多为75%-80%，假设产品的演示分红收益率为4.0%，按分红险2.0%的预定利率上限计，我们测算客户的实际收益率（年化）为3.0%-3.1%；若分红实现率降至50%，在其他条件不变情况下，我们测算客户实际收益率（年化）为2.7%，仍高于传统险2.5%的保证利率。

除2.0%的保证收益外，分红险的浮动收益变动与其关联账户的投资收益息息相关。2024年伴随权益市场回暖，上市险企的总投资收益率大幅增长，利好保单持有人的可分配盈余上行，带动分红险实现率在今年低基数上回升，从而为明年分红险新单保费的增长奠定基础。

展望2025年，我们预计分红险新单保费占比有望逐步上行。因其给予投保人的浮动收益部分不计入险企的刚性负债成本，保险公司未来将持续加大分红险的销售力度，完善代理人销售技能培训，以更好适配新产品结构。此外，今年险资优异的投资表现，将带动明年现金分红实现率提升，为2025年分红险新单保费的增长创造条件。

图 45: 7 家上市险企寿险产品结构 (按规模保费口径计) - 固定收益型储蓄险占比升高


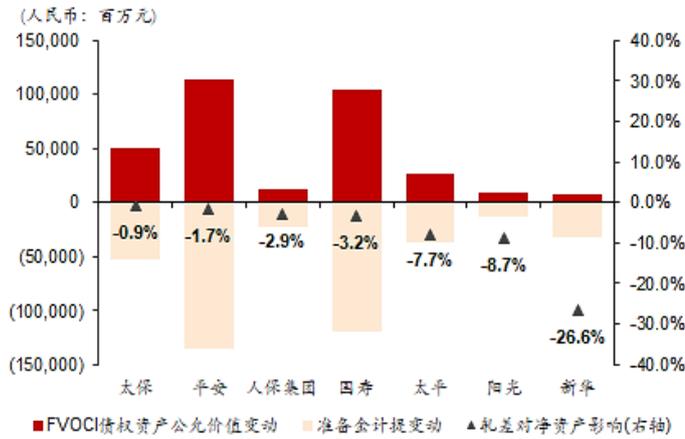
资料来源：公司公告，招银国际环球市场 | 注：上市险企包括中国人寿、中国平安、中国太保、中国人保、新华保险、中国太平和阳光保险；储蓄险(固定收益型)产品计入传统险和年金险；储蓄险(浮动收益型)产品计入分红险和万能险；保障型产品计入意外险和健康险。

险企的综合负债成本有望在存量和增量成本的下降中显著优化，改善利差损担忧。我们认为利差损的实质问题在于资产和负债久期错配。寿险公司负债端期限长于资产端，导致在利率下行周期中，资产端重定价天然面临再投资风险。中长期看，再投资较低的收益若无法覆盖存量负债成本，即构成利差损。利差损对险企的估值不利，是近两年来上市寿险公司估值磨底的主要原因。从久期维度看，险企资产负债久期的错配导致险企天然存在利率风险，即负债对利率变动的敏感性高于资产对利率变动的敏感性。因此，利率下行一方面利好险企资产端公允价值增长，带来正向的投资收益；另一方面负债准备金计提的涨幅可能更大，导致在新会计准则下，净资产的波动上升。截至 3Q24，5 家 A/H 上市险企净资产较年初平均上升 5.3%，对比 1H24 平均升幅为 1.0% 来说，变动幅度明显加大。金融资产的分类，如是否将债权资产划入 FVOCI，可成为险企在资负匹配基础上平滑净资产波动的解决方案。

我们测算上市险企因利率变动导致资负两端公允价值变动轧差对净资产的影响，并以此作为侧面量化险企资产负债久期匹配度的指标。从 1H24 的结果看(图 33)，上市险企资产和负债久期匹配的排序为：太保(-0.9%) > 平安(-1.7%) > 人保(-2.9%) > 国寿(-3.2%) > 太平(-7.7%) > 阳光(-8.7%) > 新华(-26.6%)；其中，利率变动对净资产的负向影响较年初下降的有国寿(+1.6pct)、平安(+0.4pct)、太平(+0.4pct)、阳光(+0.2pct) (图 34)，反映公司通过增配 FVOCI 债权类资产，用以抵消利率下行导致准备金计提大幅增加的影响。除新华外，1H24 其他上市险企的 FVOCI 债权资产余额较年初均有增长，其中国寿、平安和太平增幅领先同业，分别增长 9.6%/9.2%/21.7% (图 41)，与我们的观点互为印证。

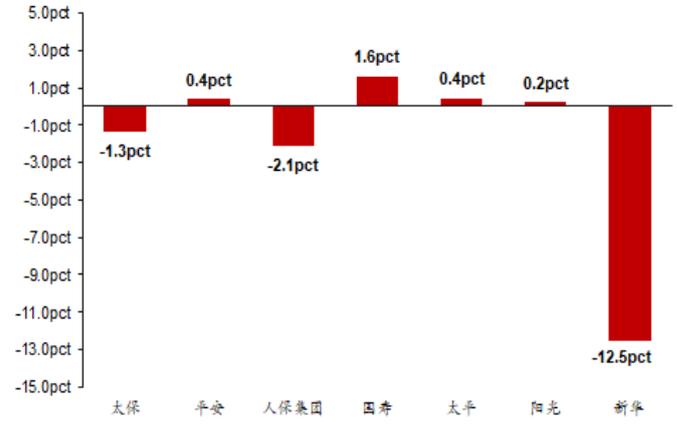
我们看好资负久期匹配更优且持续改善的头部险企——中国人寿(2628 HK)、中国平安(2318 HK)和中国太保(2601 HK)。

图 46: 资产/负债久期错配险企净资产的影响测算, 1H24



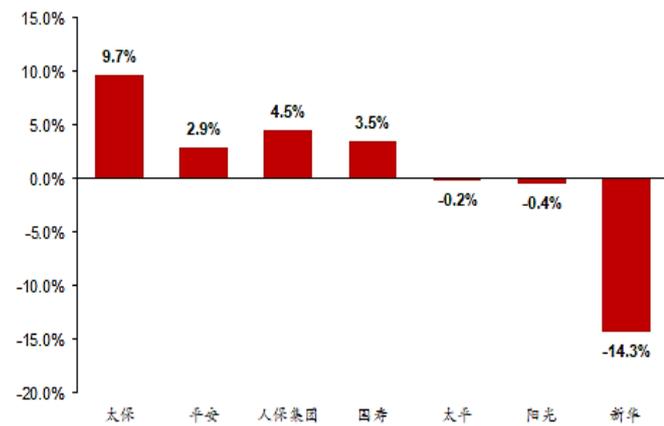
资料来源: 公司公告, 招银国际环球市场

图 47: 1H24 资产/负债久期错配轧差较年初变动幅度



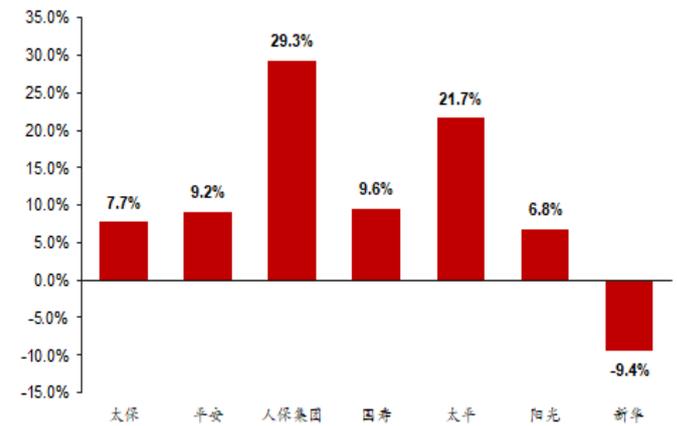
资料来源: 公司公告, 招银国际环球市场

图 48: 上市险企 1H24 净资产较年初变动幅度 (%)



资料来源: 公司公告, 招银国际环球市场

图 49: 上市险企 1H24 FVOCI 债权资产配置较年初增幅



资料来源: 公司公告, 招银国际环球市场

■ 银保费差大幅改善, 为个险报行合一实施奠基

银保是寿险行业不可或缺的重要渠道, 尤其对业内中小保险公司而言, 其主要的保单保费和价值贡献均来自于银保渠道。截至2023年底, 除平安外, 上市险企银保的新业务价值率均为单位数, 主要因过去银保在发展过程中费用投放普遍较为粗放, “费差损”业内普现。自去年 8 月银保实施“报行合一”后, 上市险企银保新业务价值率快速增长, 主要得益于产品“费差”大幅改善。据金融监管总局披露数据, 银保渠道手续费及佣金费用整体压降30%。

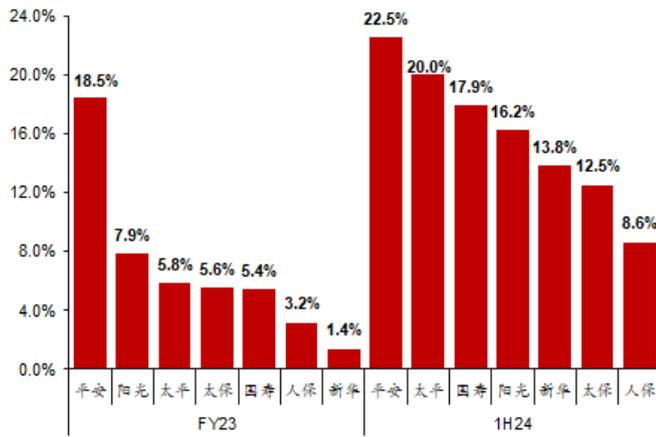
截至1H24, 平安维持业内银保新业务价值率最高水平; 太平、国寿和新华的价值率较年初和去年同期提升超过10个百分点。具体来看, 银保新业务价值率的排序为: 平安(22.5%) > 太平(20.0%) > 国寿(17.9%) > 阳光(16.2%) > 新华(13.8%) > 太保(12.5%) > 人保(8.6%); 对比年初, 仅平安一家银保新业务价值率为双位数。银保价值率的提升带动银保新业务价值在渠道新单保费下滑的基础上仍实现快速增长。上市险企1H24银保新业务价值增速排序为: 太平(+304%) > 人保(+250%) > 新华(+97%) > 国寿(+81%) > 阳光(+31%) > 太保(+27%)。

今年年初, 监管开始在中介代理渠道推行“报行合一”, 要求渠道实际销售费用不得超过产品备案定价假设中蕴含的费用水平, 禁止险企对渠道销售费用进行额外补贴等。以银保

和中介渠道为前例，我们预计个险“报行合一”有望在 2025 年落地。参考银保渠道，我们认为个险“报行合一”存在三点潜在影响：**1) 改善个险费差，提高新业务价值率，利好个险 NBV 上行；2) 个险新单保费出现较大幅度下滑，一方面费率降低利好产品定价下行，另一方面代理人销售动能减弱，新单销售或边际放缓；3) 佣金收入下滑对代理人规模造成负向影响，但预计核心绩优人力保持稳定。**此外，分红险对代理人的销售技能要求较高，因而对资深代理人的留存更为依赖；预计实施后，险企需加大对不同层级销售队伍的培训力度。

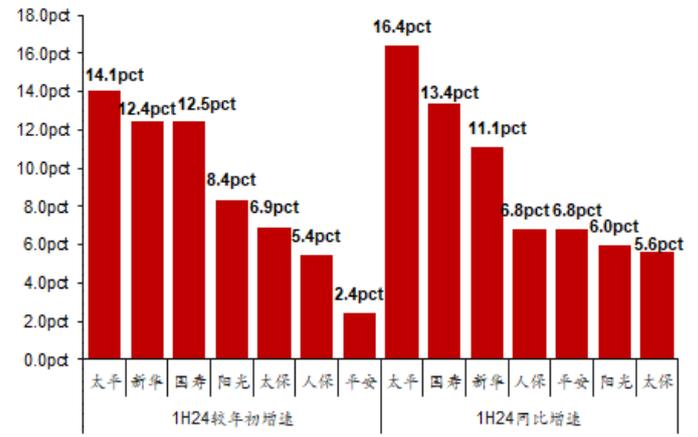
短期内，我们预计险企新单产品结构仍将以传统险为主，考虑到分红险销售培训到技能提升仍需时间；但中长期看，在当前定价利率下行周期中，分红险的销售有望重回行业主流。

图 50: 上市险企银保新业务价值率 NBVM (新单保费口径)



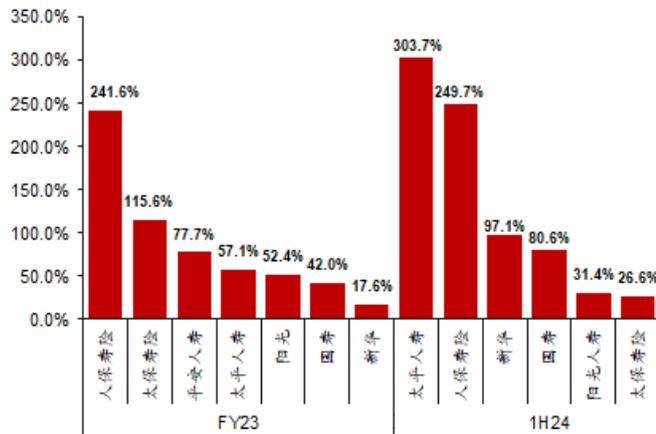
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 51: 上市险企银保新业务价值率较年初及同比变动



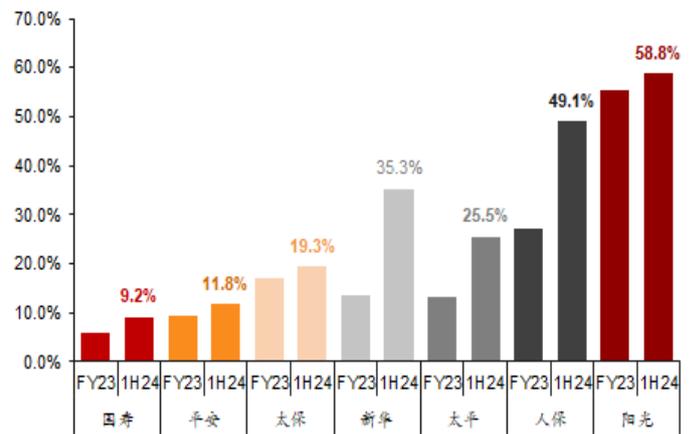
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 52: 上市险企银保新业务价值增速对比 (%)



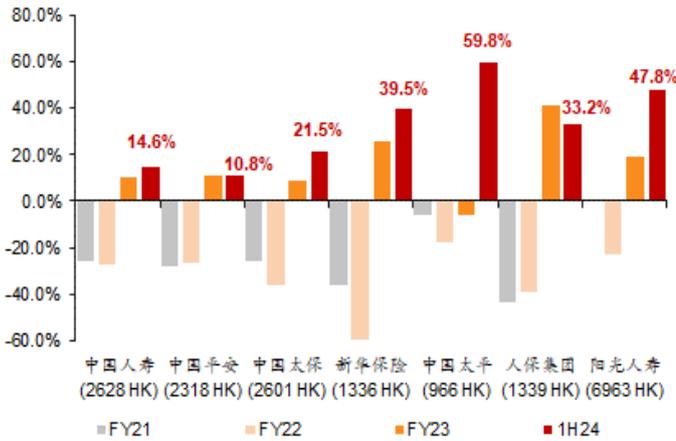
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 53: 上市险企银保渠道新业务价值贡献比例 (%)



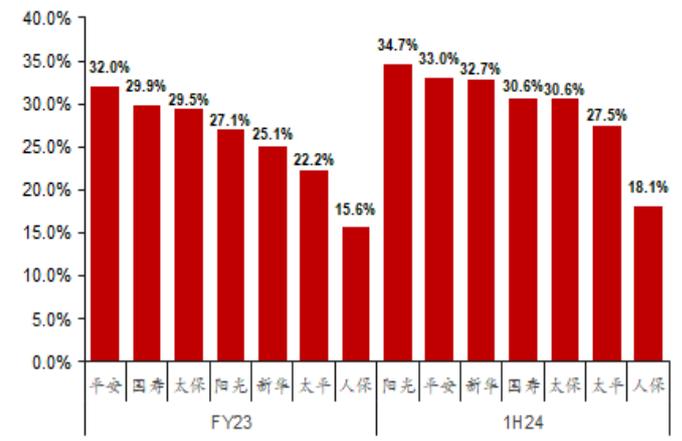
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 54: 上市险企个险新业务价值同比增速 (FY21-1H24)



资料来源: 公司公告, 招银国际环球市场

图 55: 上市险企个险新业务价值率(新单保费口径)



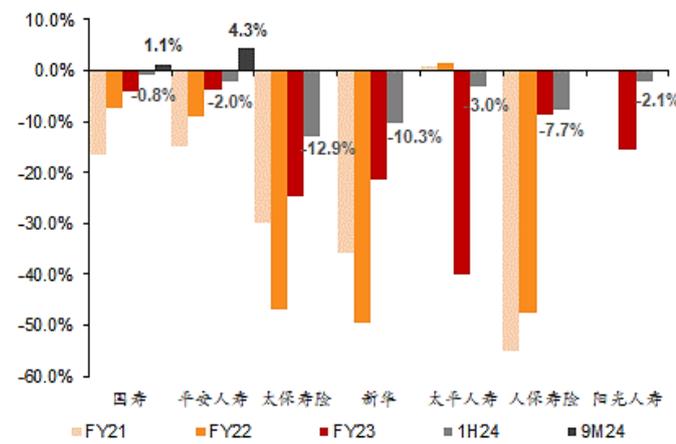
资料来源: 公司公告, 招银国际环球市场

■ 代理人规模企稳, 核心绩优产能加码

自2020年个险营销体系改革开始, 代理人队伍持续出清。截至2023年底, 国内寿险代理人数量为281万人, 相较于2019年代理人总数达912万人的峰值而言, 降幅近70%。历经5年改革后, 3Q24 国寿和平安代理人数量分别为64.1万人、36.2万人, 较年初增长1.1%/4.3%, 率先实现企稳回升; 其他上市险企1H24代理人降幅显著收窄, 其中太平、人保、太保和新华代理人数量较年初分别下降0.67万人、0.68万人、1.6万人和1.6万人, 体现险企普遍从以往粗放的“人海”战术向绩优“人力”的战略转型。经测算, 1H24上市险企代理人的人均NBV产能(可比口径下)同比提升29%, 其中人保、太平和新华同比实现翻倍增长。

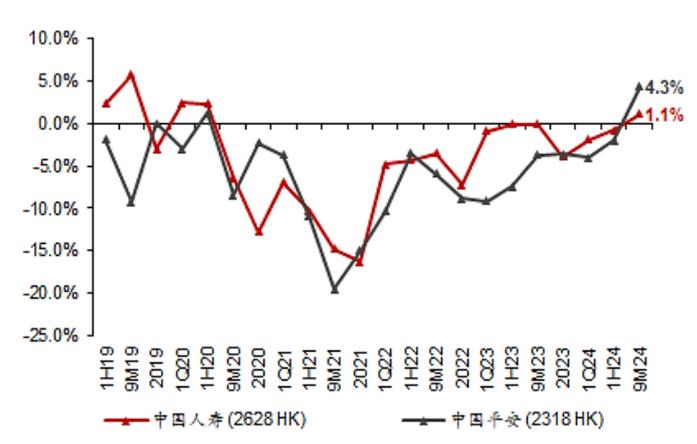
我们认为头部险企代理人数量的企稳回升, 预示着行业整体队伍清虚渐入尾声。绩优人力产能的提升有望带动个险NBV在利差和费差改善的背景下快速上行, 预计各家代理人规模将随公司产品 and 渠道的差异化布局, 基本稳定在合理水平。

图 56: 个险代理人规模降幅显著收窄, 3Q24 实现企稳回升



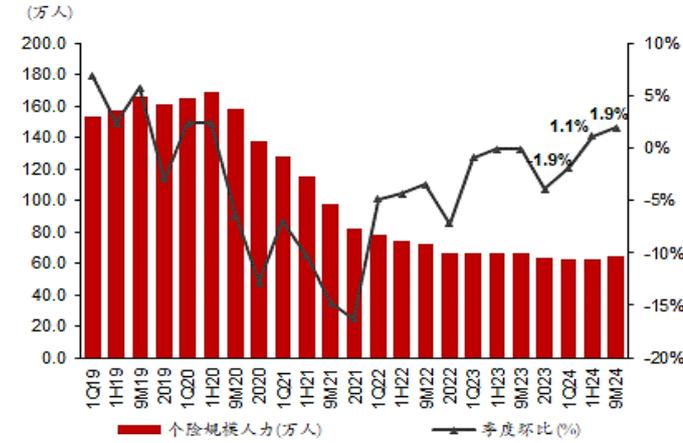
资料来源: 公司公告, 招银国际环球市场

图 57: 3Q24 国寿和平安代理人规模增速较年初增长



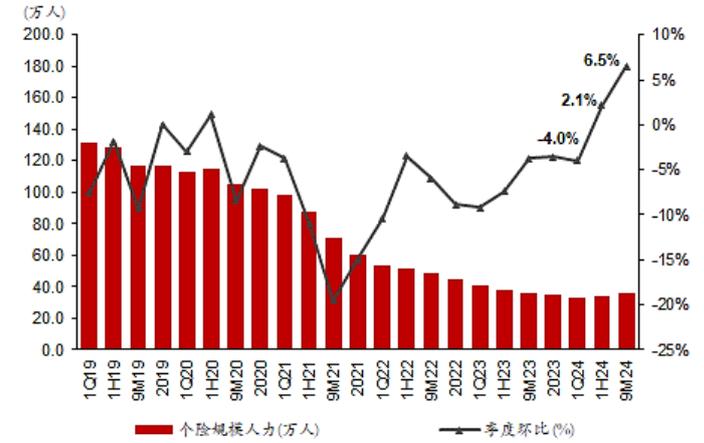
资料来源: 公司公告, 招银国际环球市场

图 58: 国寿个险销售人力已实现两个季度环比实现转正



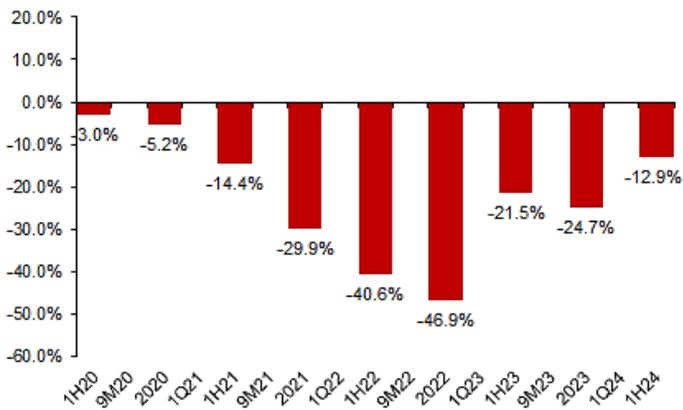
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 59: 平安代理人规模及季度环比增速(%)



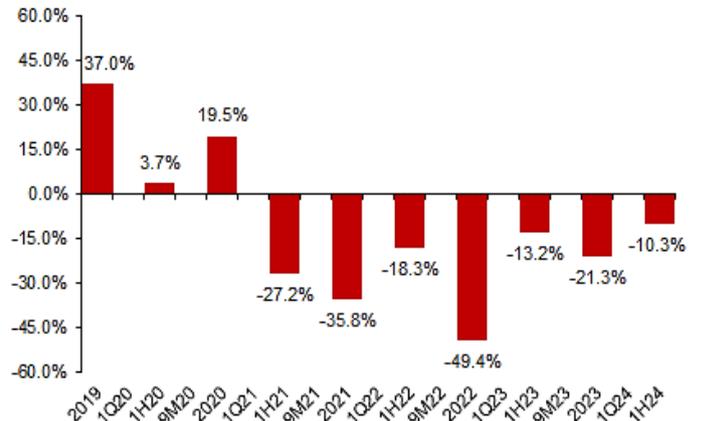
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 60: 太保月均举及人力规模及同比增速(%)



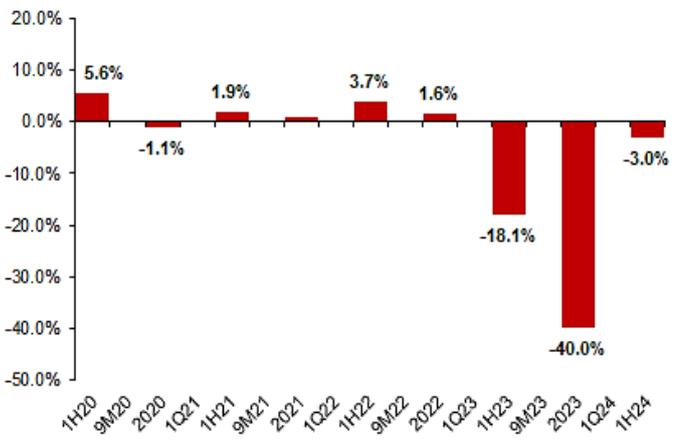
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 61: 新华个险规模人力及同比增速(%)



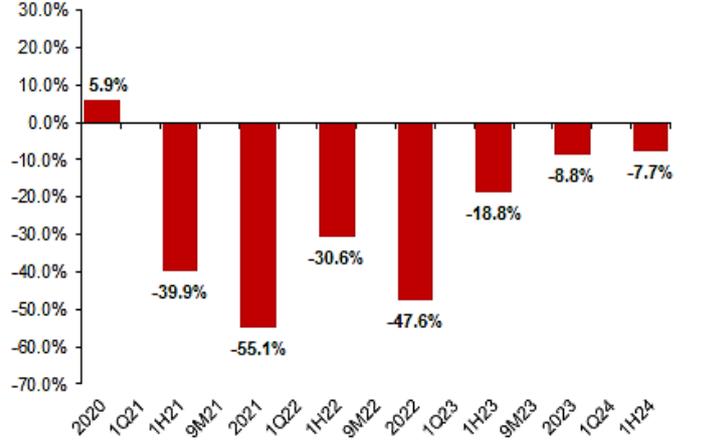
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 62: 太平个险月均举绩人力及同比增速(%)



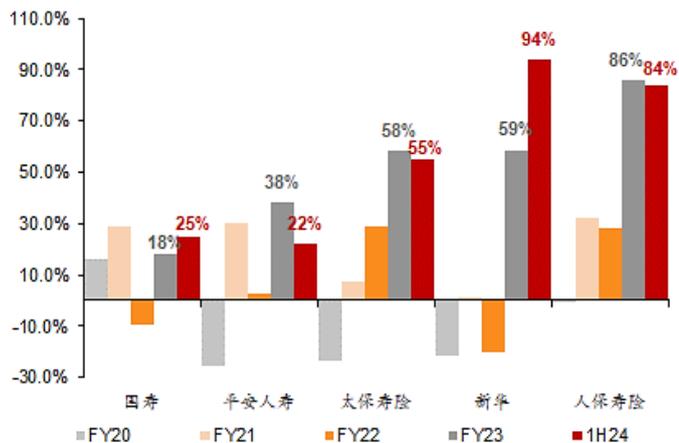
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 63: 人保个险营销员规模人力及同比增速(%)



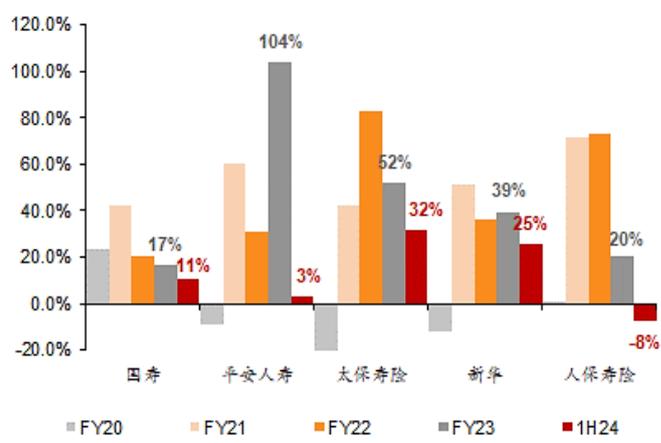
资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 64: 个险代理人产能: 人均新业务价值同比增速 (%)



资料来源: 公司公告, 招银国际环球市场

图 65: 个险代理人产能: 人均新单保费同比增速 (%)



资料来源: 公司公告, 招银国际环球市场

财险：新能源车险增量空间可期，非车贡献多元化增长曲线

2024 年财险行业整体呈现保费增速放缓、巨灾频发导致赔付率上行的特点。截至 10 月底，财险行业累计保费收入达 1.2 万亿元，同比增长 5.5%，年内行业保费收入累计增速多为中低单位数；行业赔付率 64.9%，同比上升 1.2 个百分点，自 4 月起，赔付率维持在 60% 以上（图 59/图 60）。从保费结构上看，全年车险保费增速不及年初预期，1-10 月车险累计保费收入同比增长 4.8% 至 7,376 亿元。其中，10 月单月车险保费同比增长 20.7%，而前 9 个月单月车险保费增速均呈单位数。1-10 月行业非车险累计保费收入同比增长 8.8% 至 6,957 亿元，10 月非车险保费同比增长 25%，前 9 月保费增速较为波动（图 61/图 62）。

我们认为前三季度车险保费增速不及预期，主要受自主定价系数进一步放开后，行业车均保费下滑以及前 9 个月国内乘用车销量增速放缓的影响。3Q24 头部险企的车均保费企稳增长。同时，伴随 9 月以来各地“以旧换新”补贴政策的加码，10 月国内乘用车销量大幅回暖，带动 10 月单月车险保费同比增长 18.6%，创下年内最高单月增幅。新能源车渗透率稳步上行，10 月，国内新能源乘用车渗透率为 49.8%，环比 9 月提高 0.93 个百分点；新能源车渗透率为 46.8%，环比提高 1.03 个百分点。根据我们汽车行业组预测，2025 年国内新能源车市场份额有望上升至 57.8%，同比增长超 10 个百分点，增量空间可期（图 63/图 64）。我们预计 2025 年车险行业保费增速为 6%，新能源车保有量和渗透率的快速提升有望进一步打开增量空间。

非车险方面，2024 年受制于政策性业务承保招标节奏放缓和大灾多发加剧赔付上行等影响，保费增速和险企承保盈利均出现季节性波动。展望 2025 年，我们认为《财险高质量发展行动方案》的落地和险企主动出清高赔损业务，有助于非车险业态创新，为不同类型财险公司贡献差异化竞争优势。同时，《方案》鼓励行业兼并重组和有条件的财险公司“迁册化险”，利好行业风险出清。业务层面，我们看好个人非车业务，如非车意健险保费收入和承保盈利的上行空间。我们预计头部险企将持续通过风险减量管理和多元化业务经营来实现其承保综合成本率稳重有降。我们对财险老三家 2024/2025 年承保综合成本率的预测为：中国财险 97.7%/97.4%，平安财险 98.3%/97.2%，太保财险 97.5%/97.4%。

图 66: 财产险行业保费收入规模及累计/月度同比增速 (%)

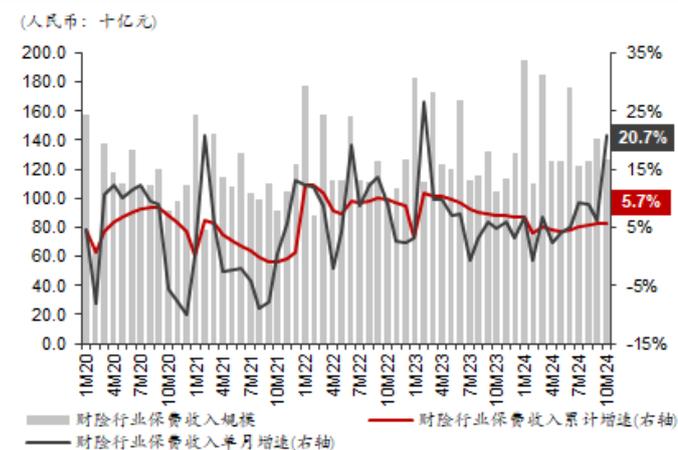


图 67: 财产险行业赔付率及同比增速 (pct)

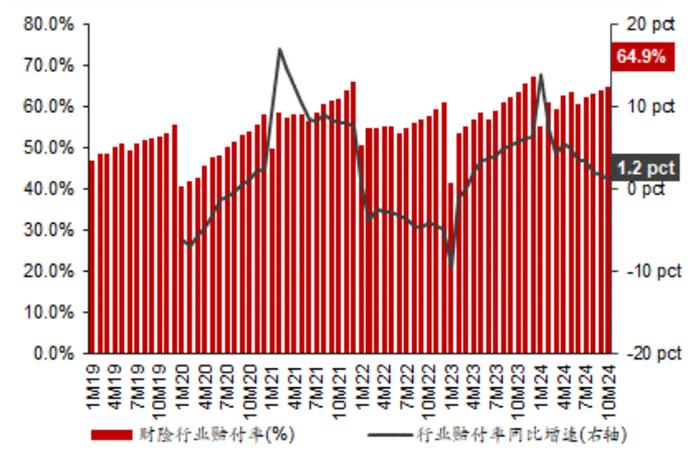
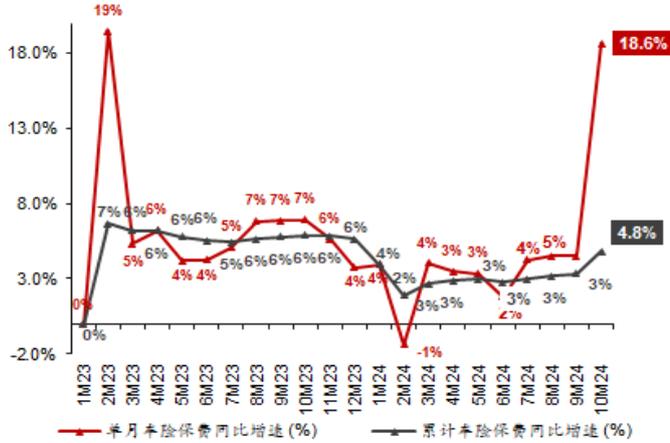
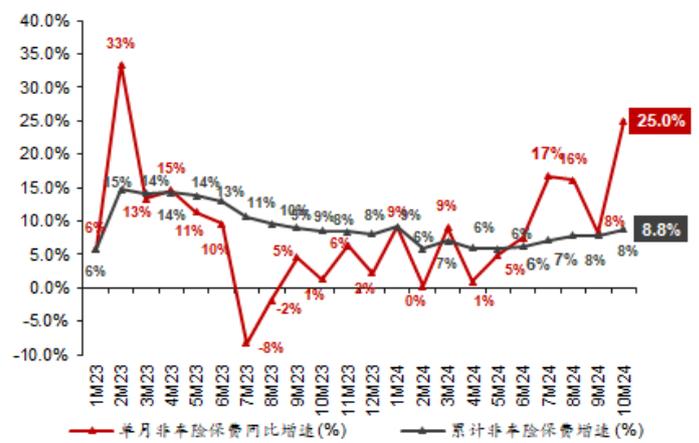


图 68:车险行业保费收入同比增速 (%)



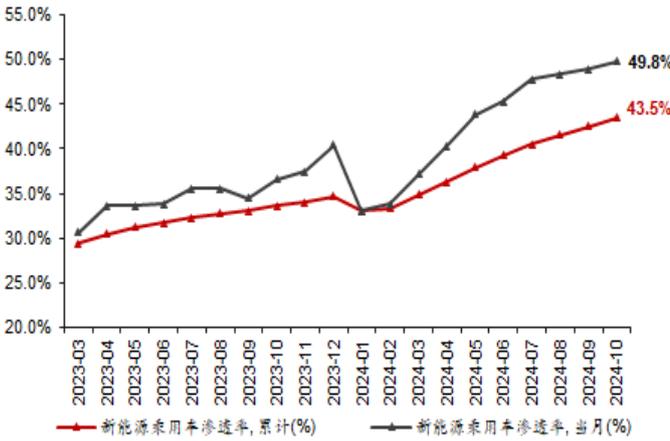
资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

图 69:非车险行业保费收入同比增速 (%)



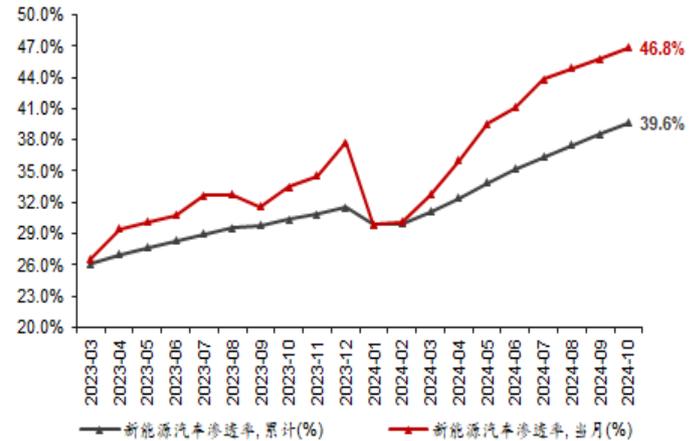
资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

图 70:国内新能源乘用车渗透率，年内持续上行至 49.8%



资料来源：Wind，中国汽车行业协会，招银国际环球市场

图 71:国内新能源汽车渗透率逐月上行至 46.8%



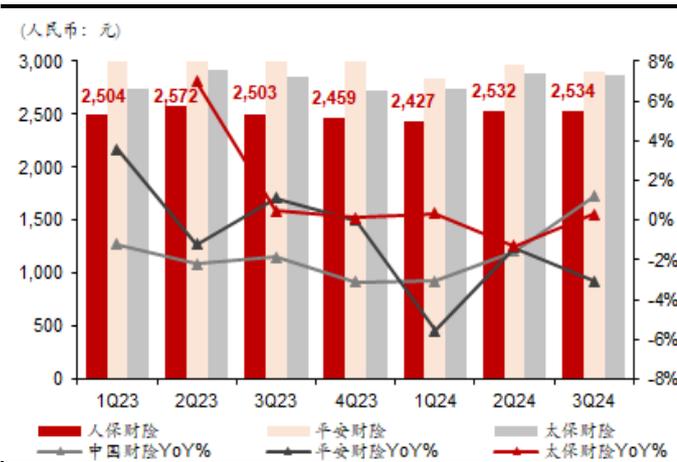
资料来源：Wind，中国汽车行业协会，招银国际环球市场

■ 刚性承保需求稳健，预计 2025 年保费增速回暖

12月6日，监管发布《关于强监管防风险促改革推动财险业高质量发展行动方案》，提出要进一步丰富新能源车险产品，研究出台推动新能源车险高质量发展的政策措施，持续深化车险综改。这一论述是继9月保险业“国十条”后，监管再次强调新能源车险发展和车险综改。展望2025年，我们认为行业有望迎来新能源车商业险发展新规，针对当前行业高赔付、高出险和承保难等痛点，从上至下规范监管指引。今年10月，在各地“以旧换新”政策支持下，车险保费实现年内最高涨幅，同比提升18.6%；11月，国内乘用车零售销量增速进一步回暖，同比增长16.5%（10月：11.3%），带动1-11月零售乘用车销量同比增长4.7%至2,026万辆。我们维持2024全年车险保费增长4%的预测，并预计2025年车险保费增长6%。

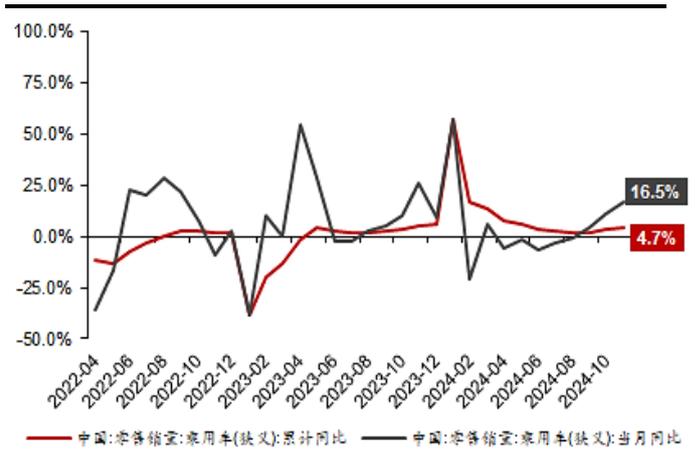
3Q24 头部险企的车险件均保费企稳增长。上半年受车险自主定价系数放宽和新车销量放缓的影响，头部险企车均保费出现下滑。1Q24/2Q24 中国财险车均保费同比下降3.1%/1.6%，平安财险和太保财险亦呈现类似趋势。3Q24头部险企的车均保费企稳上行，预计随着新能源车保有量和渗透率的快速提升，行业车均保费有望回归上行通道。承保盈利层面，我们预计车险费用率有望在车险综改背景下持续压降，赔付率随风险定价模型的完善逐步企稳。

图 72: 财险老三家车均保费于 3Q24 止跌企稳



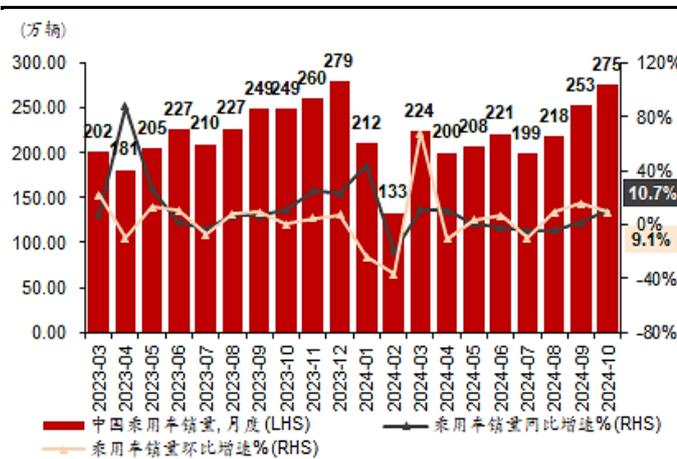
资料来源：中国保险行业协会，招银国际环球市场

图 73: 非车险行业保费收入同比增速 (%)



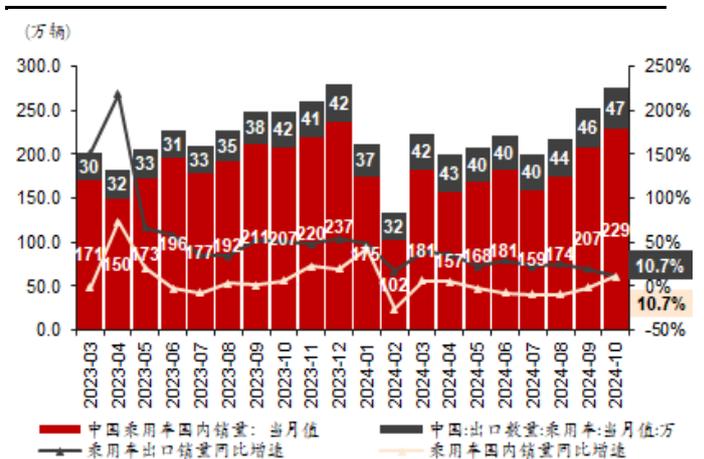
资料来源：Wind，中国汽车行业协会，招银国际环球市场

图 74: 中国乘用车销量及同比增速 (%)



资料来源：Wind，中国汽车行业协会，招银国际环球市场

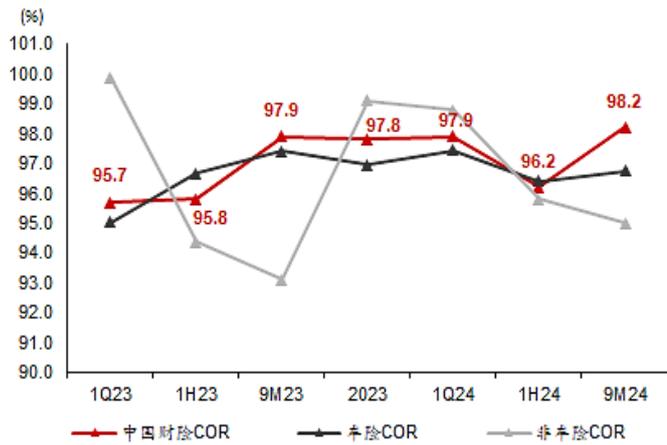
图 75: 中国乘用车国内和出口销量及同比增速 (%)



资料来源：Wind，中国汽车行业协会，招银国际环球市场

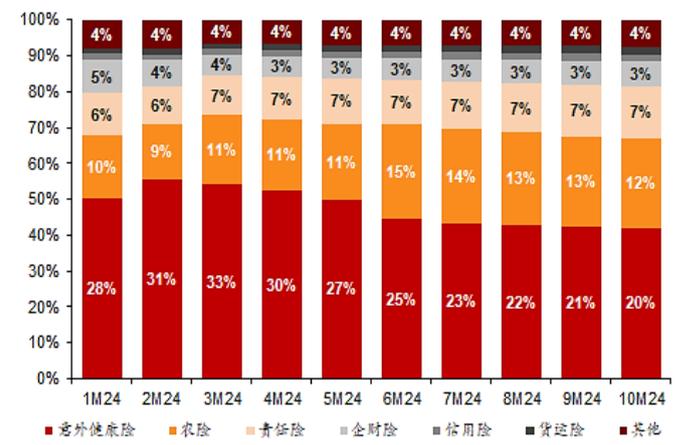
非车险增速分化，看好个人非车业务增长空间。受制于政策类业务招标节奏放缓和法人业务赔付率上行，前三季度非车险承保综合成本率上行，拖累险企承保利润。3Q24 中国财险非车综合成本率为100.5%（中国会计准则口径），同比上升1.9个百分点，影响公司整体综合成本率上升0.3个百分点至98.2%。展望2025年，我们预计农险保费有望在政策支持和商业性农险降赔付的基础上回暖；创新型产品拓类利好非车业态创新，贡献不同类别的财产险公司差异化竞争优势，以及个人非车业务，如意健险、家财险的综合成本率持续下行。

图 76: 中国财险：公司、车险和非车险承保综合成本率



资料来源：公司公告，招银国际环球市场 | 注：一季度车险/非车险承保综合成本率非公司披露值数据，招银国际研究线性外推测算；指标数据均以国际财务会计准则(IFRS)口径为准。

图 77: 中国财险：非车险产品结构占比 (%)



资料来源：公司公告，招银国际环球市场

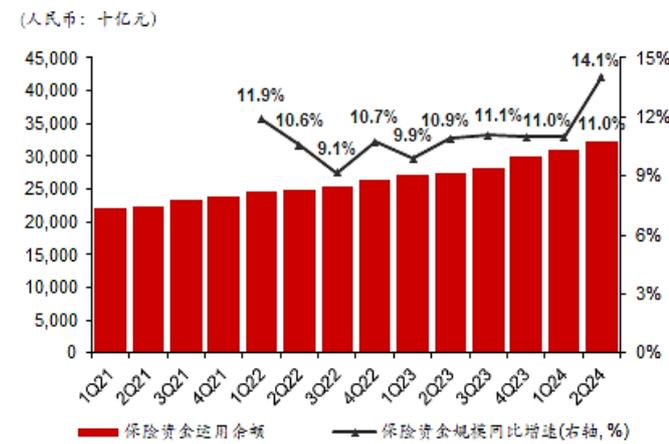
投资：增配高股息平滑财务冲击，预计部分存款资金流入债市

面对长端利率下行和新会计准则的实施，金融资产公允价值变动大幅增加险企净利润和净资产对信用和权益市场波动的敏感度。我们认为未来保险公司的投资仍将以大类资产配置为主，结合战略(SAA)和战术(TAA)资产配置策略：**在战略配置层面，有望稳步加大高息股的配置比例；在战术配置层面，把握结构性行情，通过波段操作获取资本利得以增厚收益。**

据金融监管总局披露数据，3Q24 保险业资金运用余额为 32.2 万亿元，同比增长 14.1%，高于 1-9 月全行业保费收入的增速（12.7%）；财务投资收益率重回 3% 以上，同/环比提升 0.20/0.25 个百分点，综合投资收益率大幅上行至 7.16%，同比提升 3.88 个百分点。人身险公司保险资金规模达 28.9 万亿元，同比提升 14.9%，高于行业保险资金的增速，主要得益于年内人身险保费收入大幅增长的带动（1-9 月人身险保费收入增速为 15.5%）；人身险财务投资收益率为 3.04%，同比提升 0.11 个百分点，综合投资收益率显著上行 4.0 个百分点至 7.30%。财产险公司保险资金余额为 2,136 亿元，同比提升 6.7%；财务投资收益率 3.14%，环比小幅下行；综合投资收益率 5.47%，同比升 2.26 个百分点，与行业趋势一致。

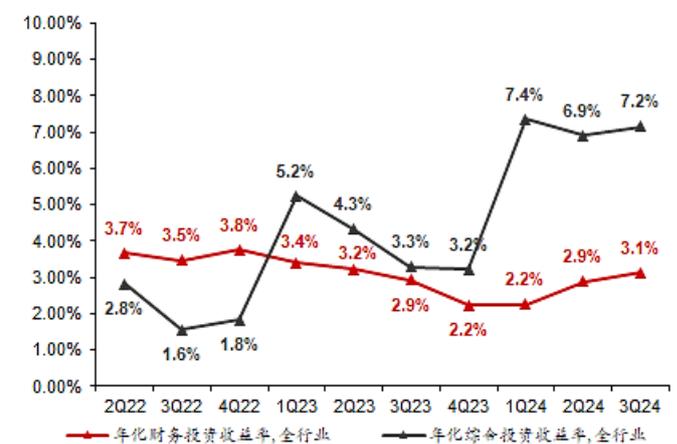
从资金配置结构上看，人身险和财产险公司三季度增配权益资产，其核心权益资产（股票和证券投资基金）占总投资资产比例为 13%/17%，环比增长 0.5/1.7 个百分点；其中，人身险公司股票投资同比增长 17.2%，占比 7.55%，基金投资同比增长 4.3%，占比 5.42%；财产险公司股票和基金投资规模大幅增长 14.9%/18.1%，占比升至 7.05%/9.92%。我们认为 9.24 新政后市场预期好转带动权益市场反弹，是三季度保险公司投资业绩大幅增长的主要催化。展望未来，在长端利率下行和新会计准则背景下，保险公司面临要提高投资收益和稳定投资收益波动的双重考验，增配高股息权益、平衡交易型和 OCI 股票配置将是关键。

图 78: 保险业资金运用余额及同比增速 (%)



资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

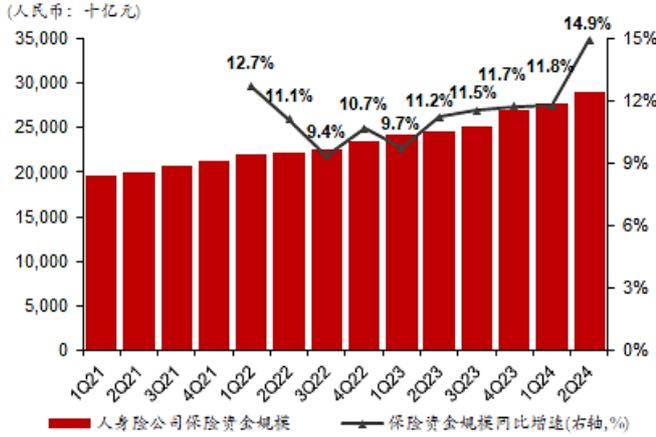
图 79: 保险业年化财务投资收益率和综合投资收益率 (%)



资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

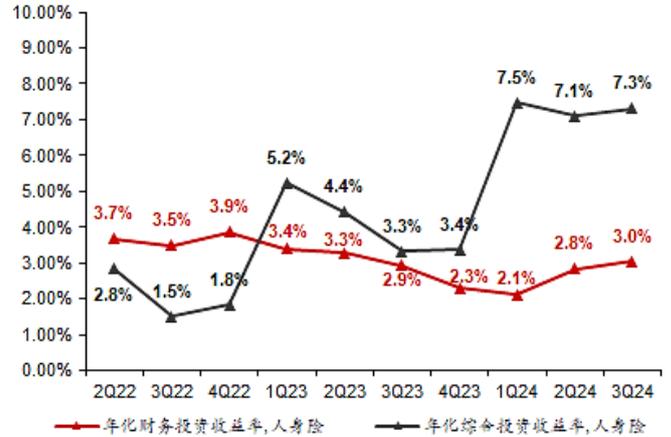
三季度保险资金运用数据显示，人身险和财产险公司的核心权益资产投资规模均有较大幅度上升，人身险公司股票/证券投资基金同比增长 17.2%/4.3%至 2.18/1.57 万亿元，占人身险投资金额 13%；财产险公司股票/证券投资基金同比提升 14.9%/18.1%至 1,506/2,118 亿元，占财产险投资金额 17%，反映三季度在市场预期好转下，保险资金积极布局权益资产。

图 80: 人身险公司保险资金运用余额及同比增速 (%)



资料来源: 国家金融监管总局, 招银国际环球市场

图 81: 人身险公司年化财务和综合投资收益率 (%)



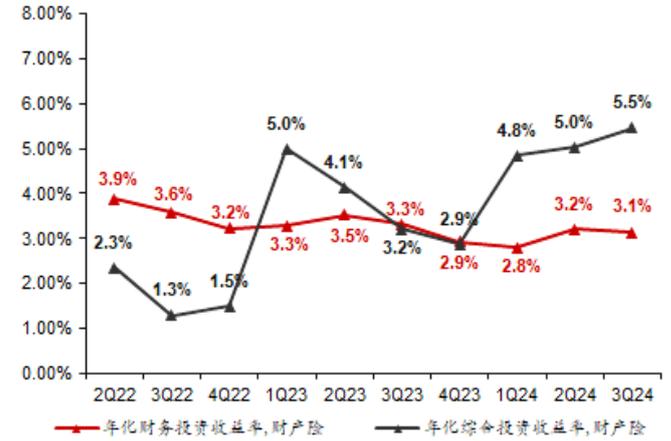
资料来源: 国家金融监管总局, 招银国际环球市场

图 82: 财产险公司保险资金运用余额及同比增速 (%)



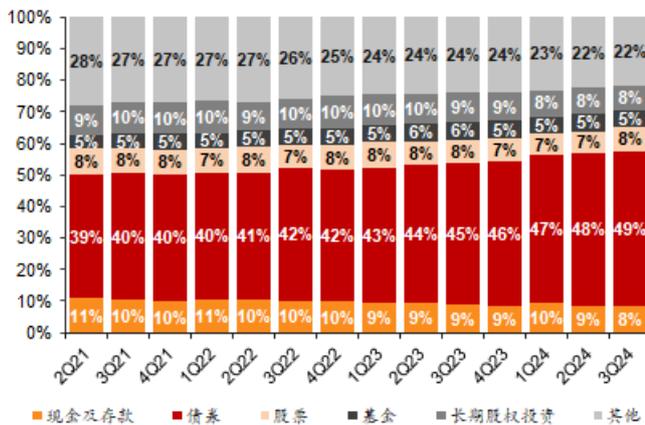
资料来源: 国家金融监管总局, 招银国际环球市场

图 83: 财产险公司年化财务和综合投资收益率 (%)



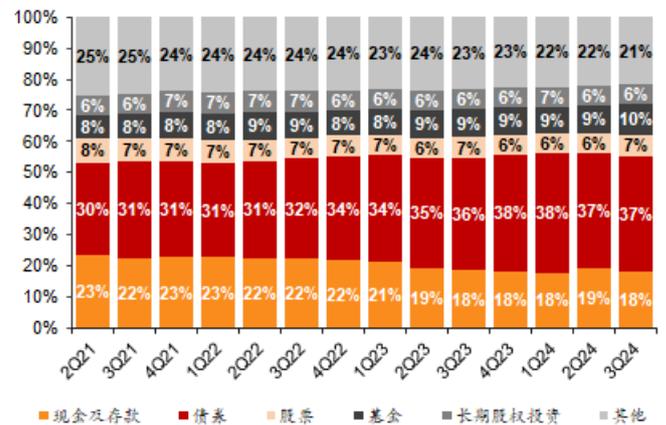
资料来源: 国家金融监管总局, 招银国际环球市场

图 84: 人身险公司保险资金运用的资产配置结构 (%)



资料来源: 国家金融监管总局, 招银国际环球市场

图 85: 财产险公司保险资金运用的资产配置结构 (%)



资料来源: 国家金融监管总局, 招银国际环球市场

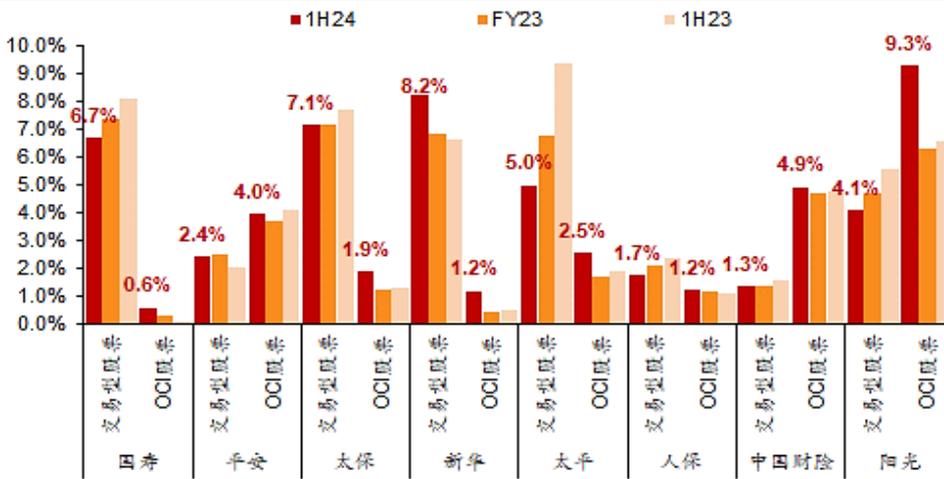
■ 增配高股息权益资产仍存空间

2024 年上市险企普遍增配高股息资产，尽管存在偿付能力资本消耗等限制，我们认为在当前利率下行环境下，险企需要增配部分权益资产以达成投资收益目标。截至 3Q24，人身险公司的权益配置占比（含股票、基金和长期股权投资）为 20.9%，综合偿付能力充足率为 188.9%，距离监管对此偿付能力充足率水平所核准的权益配置比例上限 25% 仍有空间。

我们预计未来险企会逐步加大 FVOCI 权益科目下高息股的配置占比，以增厚股息收益，同时降低股票公允价值波动对公司净利润的影响。1H24 上市险企配置 OCI 股票的比例仍不高。8 家上市险企 OCI 股票的平均配置占比仅为 3.2%，低于交易型股票(FVTPL)配置占比 4.6%；其中，阳光、中国财险和平安的 OCI 股票占比较高，分别为 9.3%、4.9%、4.0%。

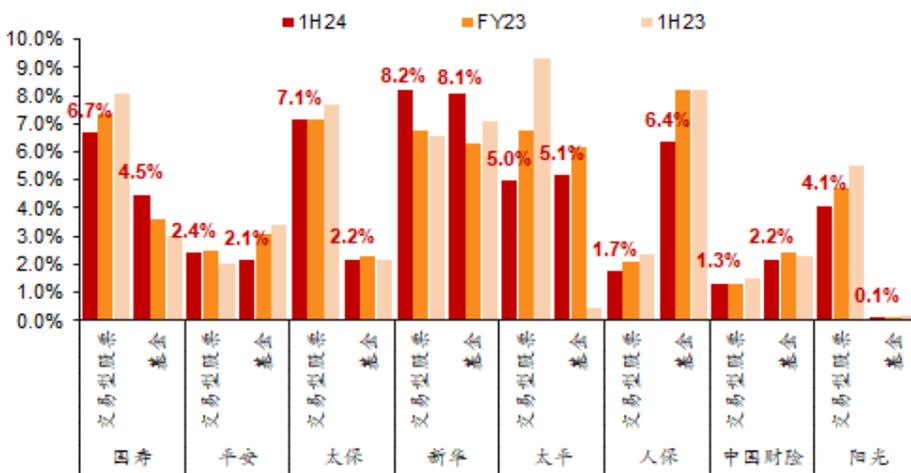
我们统计了上市险企 OCI 股票的配置比例较年初变动幅度，可排序为：阳光 (+3.0pct) > 太平 (+0.9pct) > 新华 (+0.8pct) > 太保 (+0.7pct) > 国寿 (+0.3pct) > 中国财险 (+0.26 pct) > 平安 (+0.25pct) > 人保 (+0.1pct)。交易型股票配置比例较年初的变动幅度为：新华 (+1.4pct) > 中国财险 (-0.01pct) > 太保 (-0.03 pct) > 平安 (-0.1pct) > 人保 (-0.3pct) > 阳光 (-0.6pct) > 国寿 (-0.64pct) > 太平 (-1.8pct)。新华是唯一一家交易型股票和 OCI 股票配置占比均有提升的上市险企，让公司充分受益于 9 月底以来市场大幅反弹所带来的投资收益增长。

图 86: 8 家上市险企交易型股票(FVTPL)和 OCI 股票(FVOCI)配置占比 (%)



资料来源：公司公告，招银国际环球市场

图 87: 8 家上市险企交易型股票(FVTPL)和基金配置占比 (%)



资料来源：公司公告，招银国际环球市场 | 注：基金仅考虑上市险企披露的权益基金投资，未包含债券基金投资。

■ 同业存款《倡议》增加险资存款流入债市可能性

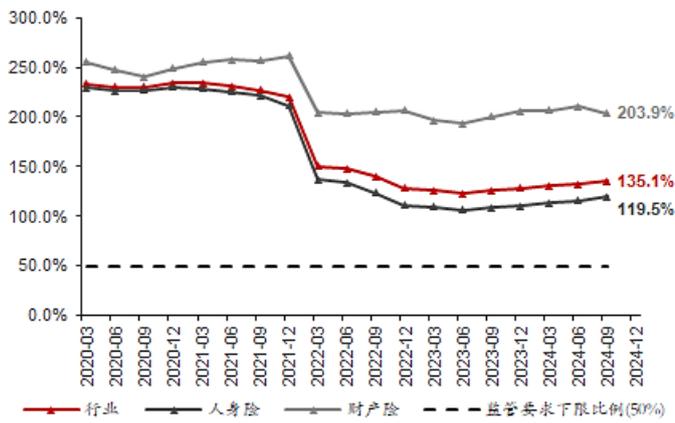
近期监管出台非银同业存款利率自律管理两项《倡议》，分别对非银同业活期存款利率和对公协议存款利率纳入市场自律管理提出意见，并将于 2025 年 1 月 1 日起实施（[报告链接](#)）。考虑到当前银行给予非银机构的同业活期存款利率大概在 1.7%-1.9%；纳入自律管理后，同业活期存款利率要与央行公开市场操作 7 天逆回购利率 1.5% 挂钩，对应隐含 20-40bps 存款利率的调降。我们认为《倡议》的落地会导致部分险资存款，在到期后流出转入债市，从而进一步提高保险公司的债券投资占比。据金融监管总局数据，三季度人身险/财产保险公司的债券投资占比为 49%/37%（[图 77/图 78](#)），上市险企的债券投资介于 50%-70%。

偿付能力：偿二代二期全面执行，险企发债融资更具经济效益

2025年偿二代二期工程将全面落地执行。截至三季度，保险业核心偿付能力为135.1%，较年初提升6.9个百分点，实现逐季回暖；其中人身险/财产险公司的核心偿付能力充足率为119.5%/203.9%，较年初分别增长9.0/下降2.3个百分点。据Wind数据，我们统计年内共有13家保险公司累计发行16笔规模总计为1,096亿元的资本补充工具，其中资本补充债券共计11笔，累计规模796亿元，占比72.6%，永续债5笔，累计规模300亿元，占比27.4%。我们认为在当前市场利率下行周期中，保险公司通过发债补充资本的方式更具有经济效益，相较于增资扩股易导致股权稀释等衍生问题，发债融资的方式更具备吸引力。

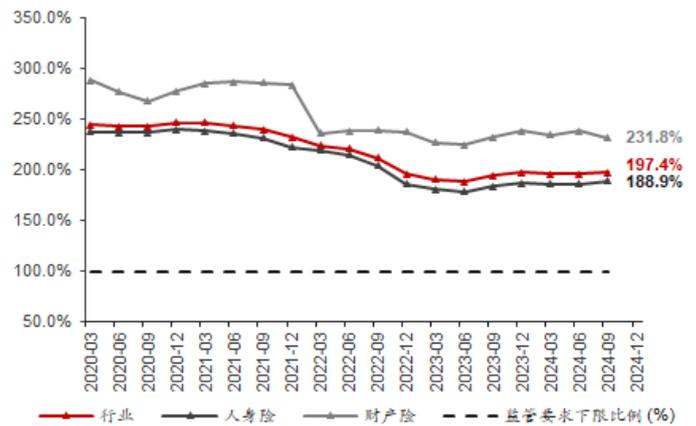
2020年，行业有21笔规模总计780亿元的资本补充债将于2025年可赎回。当前资本补充债发行的票面利率为2.15%-2.90%，显著低于5年前的3.30%-6.25%，预计当年发行资本补充债券的险企在2025年“借新还旧”的动力更大。基于此，我们预计2025年险企发债融资补充资本的规模仍有望维持在千亿以上。考虑到资本补充债仅能补充险企的附属一级资本，对核心偿付能力充足率无法起到“增值”作用，而发行永续债可直接补充核心二级资本，提升险企的核心偿付能力充足率，预计2025年永续债的发行规模有望进一步扩容。

图 88: 全行业/人身险/财产险公司的核心偿付能力充足率



资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

图 89: 全行业/人身险/财产险公司的综合偿付能力充足率



资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

图 90: 2024 年保险公司发行资本补充债和永续债情况汇总

公司名称	证券简称	债券类型	发行总额(亿元)	债券期限(年)	票面利率	起息日期
中华联合财险	24 联合财险资本补充债	资本补充债	40	10		2024-12-09
平安人寿	24 平安人寿永续债	永续债	100	5		2024-12-06
中国财险	24 人民财险资本补充债 01	资本补充债	120	10	2.33%	2024-11-28
华泰人寿	24 华泰人寿资本补充债 01	资本补充债	8	10	2.90%	2024-11-25
太平财险	24 太平财险资本补充债 01	资本补充债	30	10	2.48%	2024-11-20
中国人寿	24 中国人寿资本补充债 01BC	资本补充债	350	10	2.15%	2024-09-26
中银三星人寿	24 中银三星人寿资本补充债 01	资本补充债	18	10	2.36%	2024-09-23
中英人寿	24 中英人寿永续债 02	永续债	15	5	2.36%	2024-07-25
泰康人寿	24 泰康人寿永续债 01	永续债	90	5	2.48%	2024-07-16
平安财险	24 平安产险资本补充债 01	资本补充债	100	10	2.27%	2024-07-12
中英人寿	24 中英人寿永续债 01	永续债	15	5	2.50%	2024-06-27
新华保险	24 新华人寿资本补充债 01	资本补充债	100	10	2.27%	2024-06-20
太保寿险	24 太保寿险永续债 01	永续债	80	5	2.38%	2024-06-18
利安人寿	24 利安人寿资本补充债 03	资本补充债	10	10	2.59%	2024-06-14
利安人寿	24 利安人寿资本补充债 02	资本补充债	10	10	2.78%	2024-05-30
利安人寿	24 利安人寿资本补充债 01	资本补充债	10	10	2.75%	2024-04-26

资料来源：Wind，公司公告，招银国际环球市场

投资建议

当前板块估值交易于0.2-0.5倍FY25 P/EV和0.4-0.9倍FY25 P/BV，股息率为4%-7%。四季度保险板块股价震荡回调，更多反映资金对政策端预期的博弈。维持板块“增持”评级，推荐买入资产负债更优、增长动能持续向好的头部险企**中国太保(2601 HK, 买入, 目标价: 35.5港元)**、**中国人寿(2628 HK, 买入, 目标价: 20.0港元)**、**中国平安(2318 HK, 买入, 目标价: 65.1港元)**和**友邦保险(1299 HK, 买入, 目标价: 94.0港元)**。

风险提示

1) 宏观经济波动，经济数据不及预期；财政增量政策不及市场预期；长端利率持续下行；权益市场大幅波动等；2) 政策严监管持续，加速按行业机构和产能出清；3) 寿险产品和渠道改革成效不及预期；个险营销体系改革节奏放缓；代理人规模超预期下滑；4) 新车销量不及预期，赔付超预期上行导致承保亏损；5) 内生性资本补充动力不足，导致偿付能力充足率不及监管要求等。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。