

# 中国保险行业

## 寿险开门红行进正当时，监管趋严不改行业长期修复逻辑

优于大市 (维持)

- **事件：**10月18日下午，金融监管总局向各人身险公司下发《关于强化管理促进人身险业务平稳健康发展的通知》，就近期行业内部分人身险公司启动2024年开门红预收，从四个方面对开门红业务发展进行规范。主要包括：
  - **科学制定年度预算。**1) 要求人身险公司要以优化负债质量、提升发展可持续性为目标，科学制定公司年度预算，防止激进发展、大进大出；2) 预算要平衡好规模、价值、费用、利润等指标，严控偿付能力等资本约束条件，制定配套的考核指标及年度业务计划。
  - **严格执行报行合一。**1) 各人身险公司应在回溯分析基础上，合理确定产品预定利率、保证利率、投资收益率、预定附加费用率等各项精算假设，确保实际费用不高于报备费用；2) 保持万能保险实际结算利率及分红保险红利分配政策的科学性、连贯性和一致性。
  - **规范销售行为。**1) 加强销售渠道、人员和行为管理，严禁销售误导、强制捆绑搭售等侵害消费者合法权益的行为；2) 规范承保管理，不得采取大幅提前收取保费并指定第二年保单生效日的方式进行承保，不得将客户实质为保费的资金存放于其他投资理财类账户，防止出现承保空档。
  - **加大查处力度。**1) 监管部门加强非现场监测和现场检查，重点查处通过虚列费用等方式套取资金向中介渠道账外暗中支付手续费、未按照规定使用经批准或者备案的保险条款和保险费率、销售误导等违规行为；2) 对侵害消费者合法权益、违反监管规定的行为进行行业通报，追究相关机构和人员责任。
- **背景：**监管在各家险企积极筹备2024年开门红之际下发通知，规范人身险业务发展，并非历史首次。2020年10月，原银保监会人身险部曾发布《关于加强规范管理促进人身保险公司年度业务平稳发展的通知》，核心内容涵盖六大方面，旨在保护消费者权益，规范销售行为，杜绝在销售过程中出现销售误导、虚假宣传等事项。两次监管强调人身险业务平稳发展均在险企筹备提前启动开门红的契机之下，二者之异在于：2020年受疫情影响，人身险公司全年业务计划完成承压，将诉求更多放在来年开门红预收上；而此次开门红提前因上半年居民储蓄型需求旺盛叠加预定利率下调带来部分需求的提前释放，推动上半年新单保费大幅增长，多数险企已于7月底完成全年业务目标。为调动队伍积极性，完成产品切换、稳定队伍质态发展，相关公司决定提前2024年开门红。
- **点评：**我们认为《通知》引发市场对2024年各险企开门红预收担忧的核心有三点：1) **不得采取大幅提前收取保费并指定第二年保单生效日的方式进行承保**——剑指部分目前已提前启动开门红预收的人身险公司。上市险企中目前仅中国人寿(2628 HK/601628 CH)和中国平安(2318 HK/601318 CH)开始预收，国寿9月初启动开门红第一阶段，上市产品以储蓄型年金险、两全险搭配万能账户及分红型养老年金为主；平安10月上旬推出开门红产品，以储蓄型年金搭配万能账户、养老年金、分红型增额终身寿等短交储蓄型产品为主。受监管趋严直接对应的的影响，两家公司H股股价19日收跌6.69%/3.76%。2) **不得将客户实质为保费的资金存放于其他投资理财类账户，防止出现承保空档**——开门红产品的销售需要预收保费，但保单合同的实际生效日期会在来年，期间客户保障的真实期及预收保费收益的计算成为近年来监管关注的灰色地带。通常预收

中国保险行业

马毓泽

(852) 3900 0805

nikama@cmbi.com.hk

张苗

(852) 3761 8910

zhangmiao@cmbi.com.hk

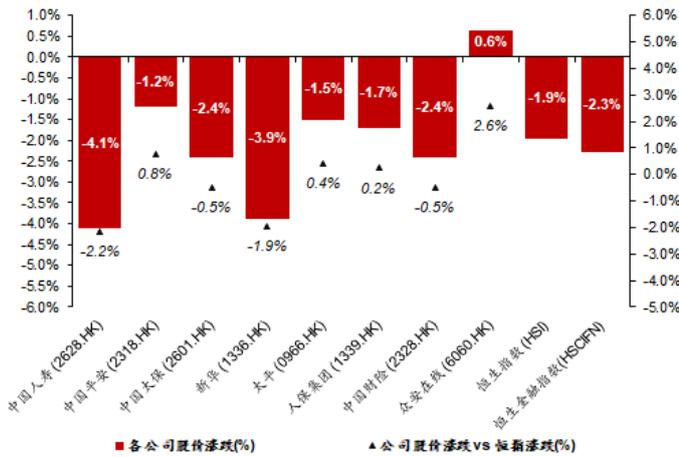
保费收益会纳入搭配产品销售的万能账户中，以类理财的方式计息，部分公司以账户较高结算利率作为卖点，吸引投保人投保，是此点监管明令禁止的行为。我们认为，若将客户的预收保费与投资账户严格分开，且无法享有险企投资收益利好的情况下，对后续各公司开门红产品的吸引力或将大有折扣。**3) 严格执行报行合一，确保实际费用不高于报备费用。**我们认为这与监管在银保渠道报行合一的要求一脉相承，目的都在于压降险企负债端成本，实现资产端投资收益率下行情况下，险企资产负债能有更好匹配，预计短期对市场信心形成扰动。

- **观点：1) 开门红或将延续，但热度下行影响板块交易情绪。**对比2020年10月类似监管通知的影响，我们认为2024年开门红预收不会被彻底叫停，国寿及平安已有产品预收，彻底禁止涉及退保等流程反而对投保人不利；禁止“大幅提前收取保费”的表述并未明确具体的时间。但预计短期内行业热度会受到影响，各家四季度新单预收的表现承压。从交易层面来看，我们认为短期内对板块公司股价形成扰动，寿险公司股价压力大于财险，H股波动可能更大。**2) 对各家影响不一，太保或将因弱化开门红而受益。**各家开门红节奏及推行产品存在差异，其中，新华、太平尚未开启开门红预收，四季度策略转变仍存空间；国寿已基本完成第一阶段短交储蓄型产品预收，监管对下阶段节奏安排造成影响；平安因月初刚上市开门红产品，受影响程度相对较大。太保从2022年开始弱化开门红，在此次监管背景下，或成为最受益标的。**3) 监管趋严催化负债短期波动，行业中长期估值修复仍基于资产端拐点显现。**我们认为行业负债端的拐点随上半年规模人力逐步企稳，队伍质态改善以及居民储蓄型需求依旧旺盛的情况下得到验证；接下来资产端修复才是行业整体估值向上的重要拐点支撑。当前中债10年期国债收益率在2.7%左右波动，鉴于保险行业高Beta属性，我们认为下半年随着经济预期逐步回暖，板块有望在监管驱动下实现估值的向上修复。维持行业优于大市评级，建议关注近期板块调整下的配置机会。
- **催化剂：1) 上市险企三季度业绩公布(10月26日-10月31日)；2) 国寿/平安/人保公司投资者开放日；3) 后续监管政策的落地情况。**
- **风险：1) 长端利率持续下行，经济修复不及预期；2) 权益市场波动加剧；3) 开门红预收大幅不及预期。**

## 估值表

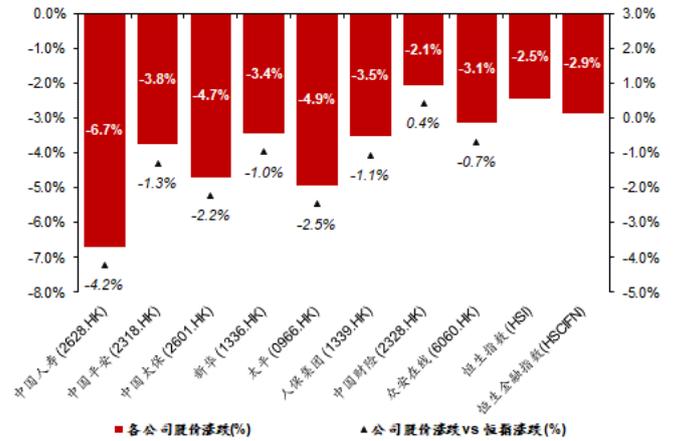
公司名称	股票代码	收盘价	市值	P/EV		P/B	ROE
		(当地货币)	(十亿元)	FY23E	FY24E	FY23E	FY23E
中国人寿	2628 HK	11.44	869.7	0.2x	0.2x	0.8x	11.8%
中国平安	2318 HK	40.90	829.7	0.5x	0.5x	0.6x	15.4%
中国太保	2601 HK	19.68	265.8	0.3x	0.3x	0.7x	12.5%
新华保险	1336 HK	19.10	99.68	0.2x	0.2x	0.5x	15.4%
中国太平	966 HK	7.52	27.0	0.1x	0.1x	0.4x	12.7%
中国财险	2328 HK	9.52	211.8	-	-	0.8x	13.8%
众安在线	6060 HK	21.55	31.7	-	-	1.6x	9.2%

图 1: 2020/10/30 监管出台后各上市险企股价表现 vs 恒指



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 2023/10/19 监管出台后各上市险企股价 vs 恒指表现



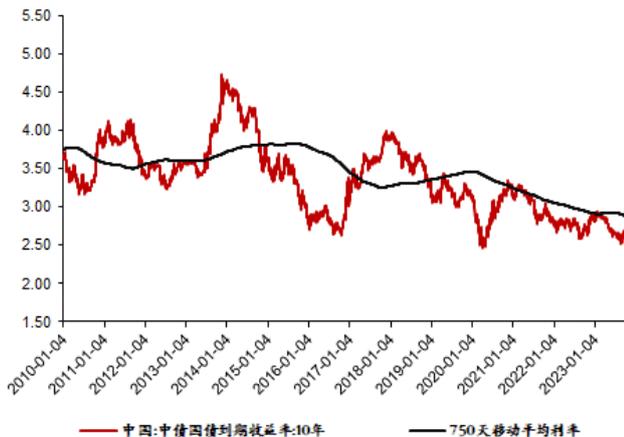
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 2020/10/29 规范开门红监管出台后对股票交易影响可控, 出台后首个交易日股价承压

监管出台后股价表现:	中国人寿 (2628.HK)	中国平安 (2318.HK)	中国太保 (2601.HK)	新华 (1336.HK)	太平 (0966.HK)	人保集团 (1339.HK)	中国财险 (2328.HK)	众安在线 (6060.HK)	恒生指数 (HSI)	恒生金融 (HSCIFN)
监管出台后第 1 个交易日	-4.1%	-1.2%	-2.4%	-3.9%	-1.5%	-1.7%	-2.4%	0.6%	-1.9%	-2.3%
监管出台后第 3 个交易日	-0.2%	-0.3%	0.8%	0.8%	1.5%	0.9%	1.0%	-3.2%	1.5%	1.9%
监管出台后第 7 个交易日	1.4%	1.3%	3.8%	2.1%	3.1%	2.2%	3.5%	6.3%	3.3%	2.0%
监管出台后第 14 个交易日	-1.0%	0.0%	-3.7%	-1.1%	-4.2%	-1.2%	-2.2%	1.3%	-0.2%	-1.7%
监管出台后第 30 个交易日	3.0%	0.9%	1.2%	2.0%	5.6%	2.0%	0.0%	-0.8%	0.3%	0.9%
监管出台后第 60 个交易日	1.8%	1.3%	2.7%	0.5%	2.0%	0.8%	0.5%	-4.4%	-0.3%	1.9%
监管出台后第 90 个交易日	-0.2%	-0.1%	3.0%	-0.7%	0.1%	0.0%	0.0%	0.4%	-0.3%	0.1%
出台后第 180 个交易日	0.3%	-0.9%	1.6%	0.9%	0.0%	0.0%	1.0%	-0.1%	0.0%	0.2%
出台后第 365 个交易日	-3.1%	-4.2%	-3.4%	-5.1%	-3.4%	0.0%	1.5%	-1.7%	-0.7%	-0.8%

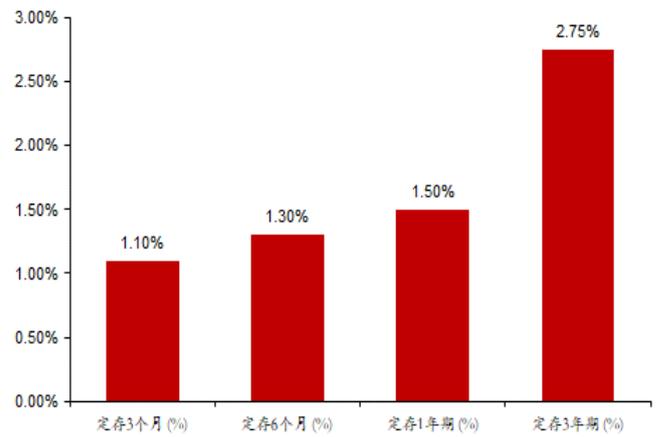
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 中债 10 年期国债到期收益率 vs 750 天移动平均线



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 各期限定存收益率水平, 3.0%定价保险产品仍具优势



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

## 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于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。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

### 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个月的潜在涨幅在-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	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

### 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策。

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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。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商投资者

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个人。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士。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撰写的报告。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。