

保险行业

寿险负债端持续承压，产险增速企稳回升；板块估值处于历史底部，具备长期投资价值

- 寿险 2022 开门红仍然承压，地产投资见底资产端有望改善。** 港股中资寿险股 2021 年前 10 月股价下跌 9%-38%，大幅低于恒生指数 7.6% 的降幅，主要由于 1) 新业务价值增速持续低于预期，2) 险资持有的地产投资陷入低谷。展望 2022 年，由于 1) 除太平人寿外主要上市寿险公司代理人团队人数较 2021 年初大幅缩水，2) 2022 年开门红预售开始时间普遍晚于 2021 年预售，我们预计 2022 年一季度新业务价值增速将继续承压。但是随着各公司代理人队伍改革的持续推进，预计代理人团队人数将在 2022 年中逐渐止跌企稳。同时随着代理人产能的提升，我们预计 2022 年新业务同比增速将呈现前低后高的态势，逐季度有所改善。另一方面，随着地产政策边际放松，资产端有所改善。当前港股内险公司估值处于历史底部，具备长期投资价值。相应的，我们调整了各公司的预测和目标价，将估值基准从 2021 年调整到 2022 年。
- 车险综改期满一年，车险保费企稳回升，非车竞争压力改善。** 从 2020 年 9 月 19 日开始的汽车综改已经期满一年，车均保费和车险综合成本率同比开始企稳。10 月份，人保财险的月度车险保费开始企稳回升，同比增长 6.5%，结束了连续多月的负增长。今年前三季度，由于车险保费的下滑，财险公司普遍加强了非车险的销售力度，造成非车险行业的竞争加剧、融资类信保业务以外的综合成本率上升。我们预计，随着车险保费的止跌回升，2022 年非车险行业的竞争压力将有所缓和，非车险行业的承保情况将有所改善。人保产险等头部产险公司的承保盈利情况将持续优于行业。
- 偿二代二期对寿险影响大于产险，人身险新规征求意见。** 偿二代二期工程预计将于 2022 年 1 季度开始正式实施。我们测算偿二代二期实施后大多数保险公司核心偿付能力会有不同程度下降，其中对寿险公司的影响大于对产险的影响，但是在二期工程实施后主要上市寿险公司的核心偿付能力仍将在 100% 以上，远高于监管要求的最低水平（50%），对寿险公司的运营和分红能力影响非常有限。另一方面，银保监会近期就人身险销售管理新规征求意见，我们认为新规落地之后，会倒逼寿险公司将代理人队伍的发展模式从追求短期规模的“人海战术”向高质量长期稳定经营模式加速转型。同时，银保专属合作模式有利于头部寿险企业扩大在银保渠道的优势和市场份额。
- 750 日国债利率降幅趋缓，2022 准备金压力减轻。** 我们的宏观团队预计 2022 年的 10 年期国债利率将在 2.7-3.1% 范围内波动，上半年较高，下半年平稳。基于此预测，我们预计 2022 年 750 日平均国债利率降幅将在 9bps，小于 2021 年的 16bps，寿险公司增提准备金的压力同比减小，对盈利起到一定的支撑作用。

优于大市（买入）

中国保险行业

陈喆, CFA

(852) 3916 3739

gigichen@cmbi.com.hk

马毓泽

(852) 3900 0805

nikama@cmbi.com.hk

覆盖股份:

股票代码	评级	目标价	潜在升幅
2318 HK	买入	87.02	51%
601318CH	买入	72.23	41%
2628 HK	买入	18.41	38%
601628CH	卖出	18.34	-40%
2601 HK	买入	36.98	61%
601601CH	买入	36.84	31%
1336 HK	买入	34.04	59%
601336CH	卖出	28.26	-28%
966 HK	买入	14.21	29%
1339 HK	买入	3.57	53%
601319CH	卖出	3.70	-23%
2328 HK	买入	11.53	68%
6060 HK	买入	44.27	58%

资料来源: 彭博, 招银国际预测

首选推荐 - 人保财险:

目标价(港元)	11.53
上调/下调幅度	68.3%
当前股价(港元)	6.85
市值(百万港元)	152,363
3 月平均流通量(百万港元)	161.46
52 周内股价高/低(港元)	7.96/5.61
总股本(百万)	6,899(H)

资料来源: 彭博, 招银国际预测

近期报告:

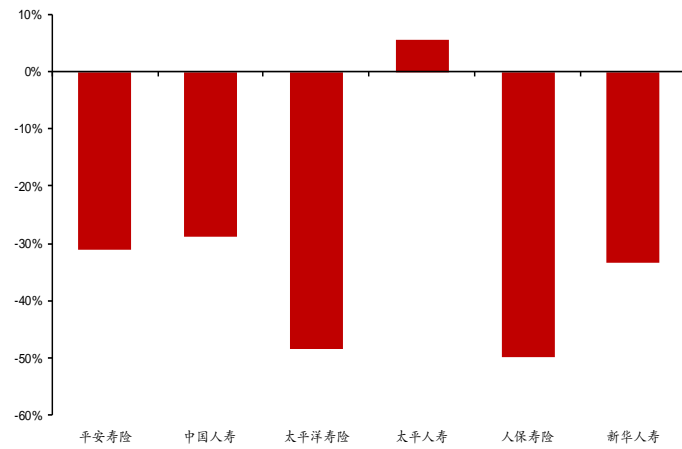
- China Insurance – Transfer of Coverage; 1H21 preview: Worst case already priced in – 27 Jul 2021

目录

重要图表	3
寿险：开门红仍然承压，代理人改革持续推进	4
2022 年新业务同比变化将呈现前低后高的态势.....	4
代理人改革持续推进，产能有所提升	7
人身险销售管理新规征求意见，严监管持续加码.....	9
地产投资见底，资产端改善	10
产险：车险保费增速企稳回升，预计非车承保有所改善	11
车险综改的溢出效应.....	11
偿二代二期工程：对寿险影响大于产险	13
750 日国债利率降幅趋缓，2022 准备金压力减轻	15
估值	16
投资推荐：上半年财险优于寿险，推荐买入人保财险（2328 HK）	17
人保财险（2328.HK）财务分析	18

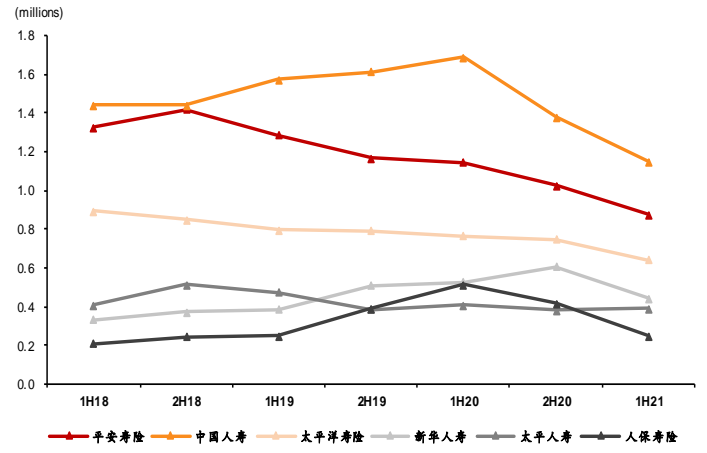
重要图表

图 1: 各寿险公司代理人人数降幅 (9M21)



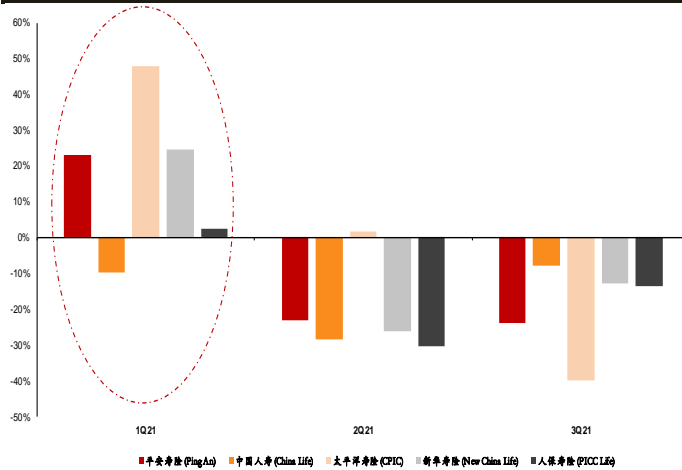
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 2: 各寿险公司代理人人数变化 (1H18-1H21)



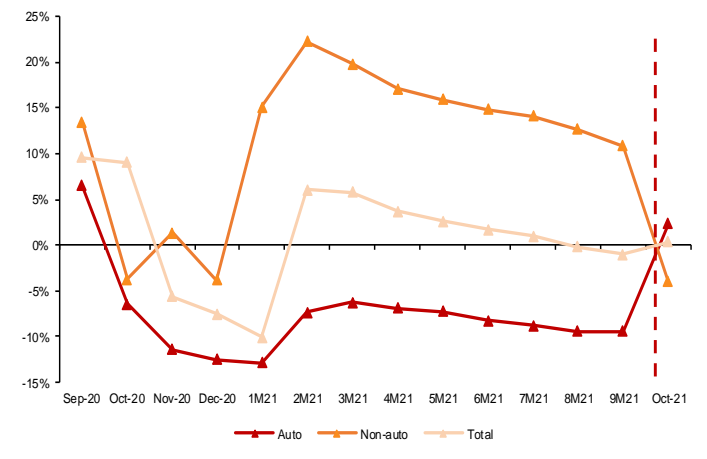
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 3: 各寿险公司新单标准保费同比变化



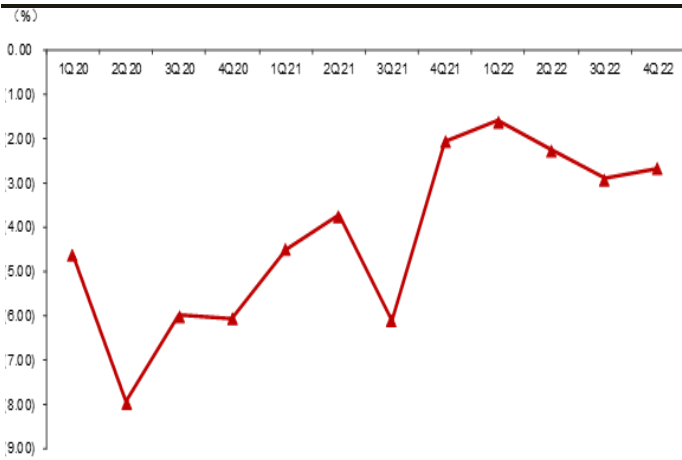
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 4: 车险综改后车险和非车险行业保费收入同比增速



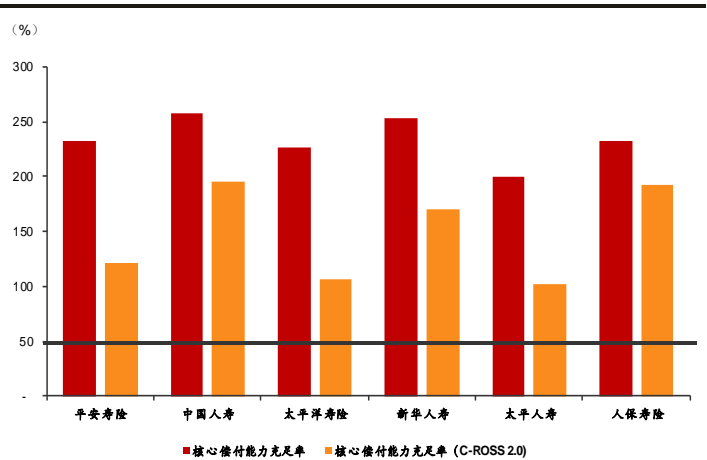
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 5: 1Q20-4Q22 各季度 750 日平均国债收益率变化



资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 6: CMBI 预测偿二代二期实施后寿险公司核心偿付能力



资料来源: 公司及招银国际证券预测

寿险：开门红仍然承压，代理人改革持续推进

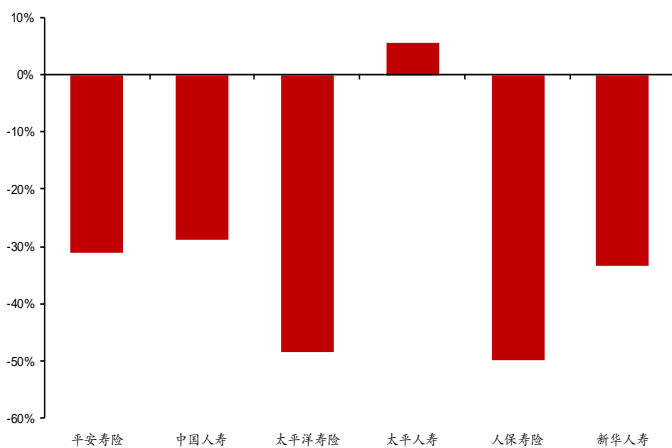
2022年新业务同比变化将呈现前低后高的态势

展望2022年，我们认为2022年一季度新业务价值增速将继续承压，主要由于1)除太平人寿外主要上市寿险公司代理人团队人数较2021年初大幅缩水，2)2022年开门红预售时间相比于2021年预售缩短了约一个月，且2021年开门红基数较高。随着各公司持续推进代理人改革，以及2/3季度的低基数效应，我们预计2022年新业务同比变化将呈现前低后高的态势，逐季度有所改善。

■ 2021全年代理人团队缩水，参与开门红人力同比减少

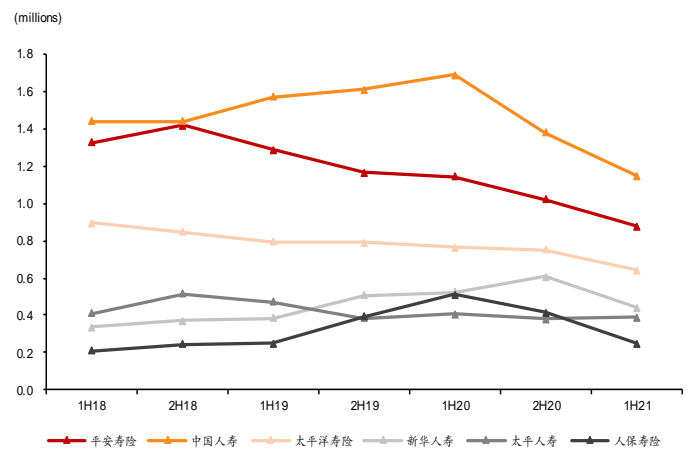
寿险公司2021年前三季度代理人团队人数大幅缩水。如下图所示，主要上市公司中，平安人寿代理人较年初下降31%，太保下降48%，国寿下降29%。这就使得参与2022年开门红预售的可用人力与2021年开门红相比将有大幅下降。尽管脱落的代理人多为低产能代理人，留存人力产能也有所提升，但总人力的下降仍会对总体新业务销售表现造成了较大的压力。

图7：各寿险公司代理人人数降幅（9M21）



资料来源：公司及招银国际证券预测

图8：各寿险公司代理人人数变化（1H18-1H21）



资料来源：公司及招银国际证券预测

■ 2022开门红基数高，启动时间晚

相比于2021年开门红，2022年的开门红面临启动时间晚、重疾险基数高等困难。

1) 预售启动时间较去年晚一个月

由于2021年新业务不及预期，大多数寿险公司今年4季度仍在努力争取完成2021年的销售指标，因而下一年的开门红预售工作被相应推迟。据我们了解，除了国寿在10月份已经启动2022开门红预售之外，其他主要上市公司大都在11月下旬或者12月初启动新一年的开门红预售，而2021年开门红预售国寿的启动时间在9月份，其他主要上市公司的启动时间在2020年10-11月期间，相比之下2022的预售时间少了约一个月。2022开门红预售产品方面仍以中短期年金险和两全险为主。

图 9: 主要上市寿险公司 2022 “开门红” 预售产品

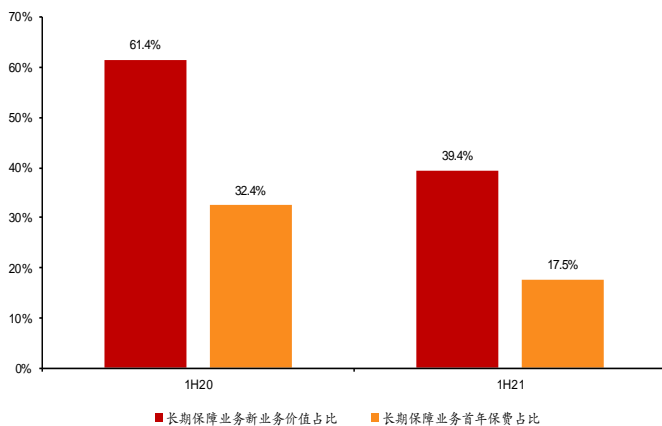
公司	产品类型	产品简称	交费方式	保障期限	最新结算利率	最低保证利率	上市日期
中国人寿	年金险	鑫裕年年	趸交/3年	10年	—	—	2021.10 中旬启动
	年金险	鑫裕臻享	趸交/3/5年	10年	—	—	
	年金险	鑫裕尊享	趸交/3/5/8/10年	15年	—	—	
	两全险	鑫裕金生	趸交/3/5年	8/10年	—	—	
	万能险	鑫尊宝终身寿(A款)	—	—	5.00	2.50	
	万能险	鑫缘宝终身寿乐鑫版	—	—	4.60	2.50	
	万能险	鑫尊宝终身寿(C款)	趸交/3年	10年	3.70	2.50	
平安人寿	年金险	御享财富	3年/5年	8年	—	—	2021.11 初启动
	年金险	御享金瑞	趸交/3/5/10年	8/15年	—	—	
	万能险	聚财宝终身寿险(21)	—	—	-	1.75	
人保寿险	万能险	聚财宝养老年金(21)	—	—	-	1.75	2021.11 启动
	两全险	卓越今生	3年/5年	7年	—	—	
太平人寿	万能险	品质金账户(C款)	—	—	-	3.00	2021.11 底启动
	年金险	财富满满	趸交/3/5年	10年	—	—	
太平洋保险	年金险	荣耀至尊账户终身险	—	—	5.00	2.50	2021.11 启动
	两全险	鑫享事诚(庆典版)	3年/5年	7年	—	—	
新华人寿	万能险	传世庆典	—	—	5.20	2.50	2021.12 初启动
	年金险	惠金享年金险	趸交/3/5年	8/10/15年	—	—	
	万能险	金利优享终身寿险	—	—	5.00	2.50	

资料来源: 公司及招银国际证券预测

2) 重疾险占比下降, 压低新业务价值率

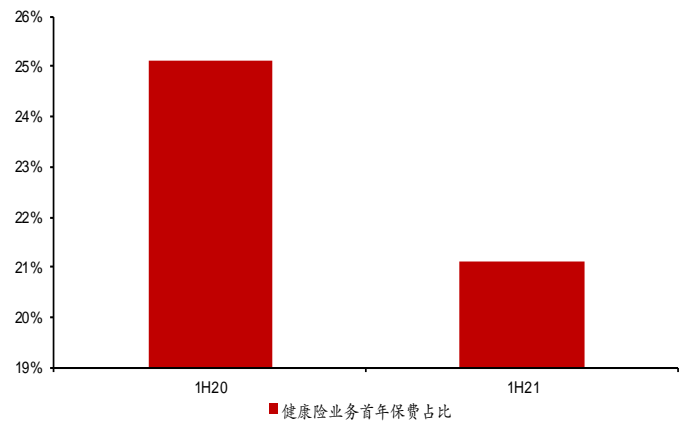
2020年11月5日保险行业协会发布新重疾标准, 并将新准则的正式实施时间定在2021年2月1日, 因此, 由于停售效应, 在2021年开门红及预售期间重疾险的销售情况占比相对较高。而从2021年2月开始, 随着“惠民保”的快速普及推广和新旧重疾标准的切换, 重疾险产品的销售情况承受较大压力, 在新业务中的占比较新旧重疾标准切换前有了明显的下降。考虑到重疾险产品的新业务价值率多为70%以上, 明显高于年金险和终身寿险的新业务价值率, 重疾险对新业务的贡献下降也会使得新业务价值率同比下滑。

图 10: 平安长期保障业务新业务价值和首年保费占比



资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 11: 新华健康险首年保费占比 (1H20 VS 1H21)

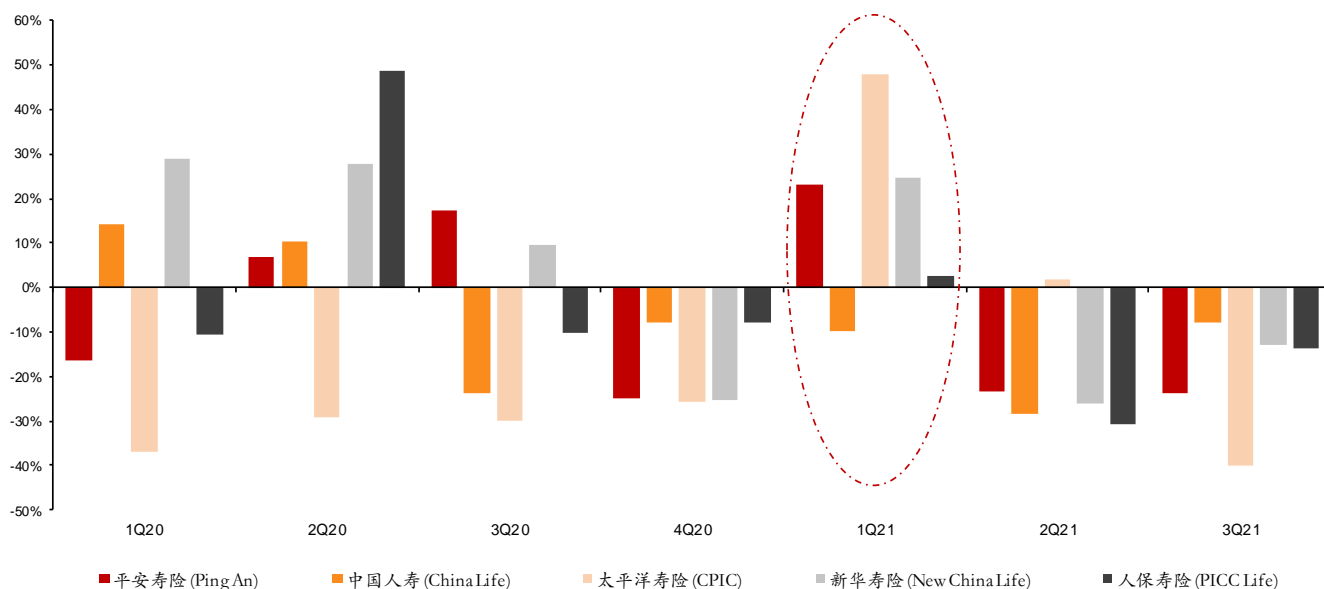


资料来源: 公司及招银国际证券预测

■ 2Q22 开始可受惠于低基数效应

2021 年的 2、3 季度，受重疾险销售乏力和代理人持续脱落的影响，上市寿险公司的新业务保费大多进入负增长阶段。相应的，从 2Q22 开始，新业务保费同比增速将开始受惠于低基数效应。我们预计 2022 年新业务同比增速将呈现前低后高的态势，逐季度有所改善。

图 12：各寿险公司新单标准保费同比变化（季度，1Q20-3Q21）



资料来源：公司及招银国际证券预测

代理人改革持续推进，产能有所提升

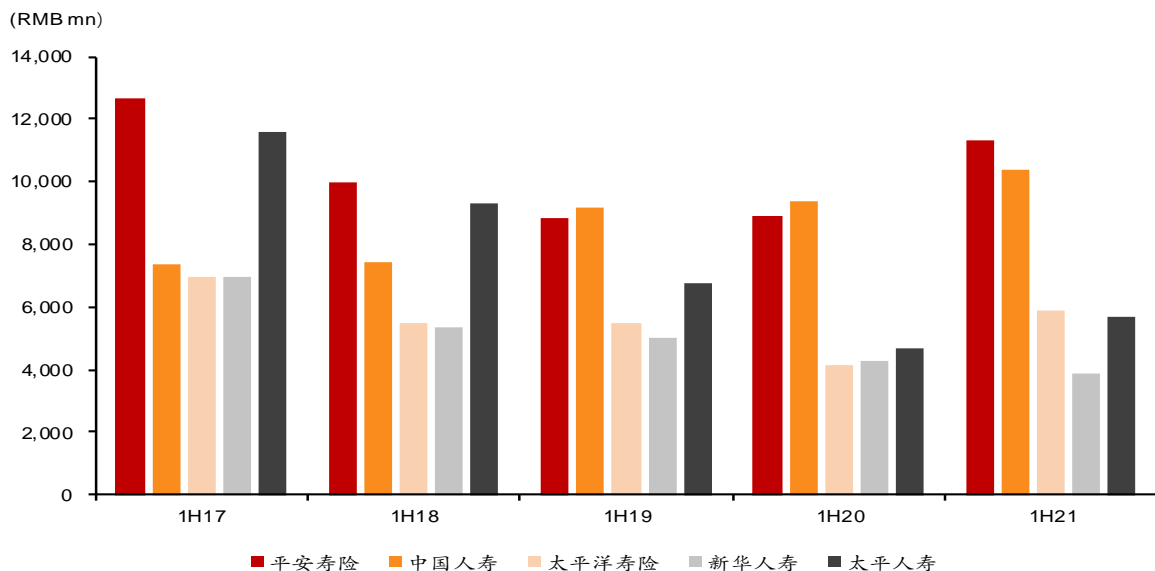
一方面，随着代理人队伍清虚以及低产能代理人主动或被动的脱落，各上市公司的代理人平均产能持续提升。另一方面，面对销售团队技能、产品服务供给与客户需求不匹配的困境，各大寿险公司陆续主动开始代理人渠道的转型建设。其中，平安推行代理人队伍的数字化转型，上线“优+”计划、打造银保“银行家”销售队伍；太保启动“长航”计划，推动以客户需求为导向的新销售模式。进入2022年，我们预计代理人产能将持续提升，其中坚持推进代理人改革的平安和太保代理人产能提升幅度将会优于同业。

图 13: 平安寿险和太平洋寿险代理人转型计划具体措施及实施时间

公司	股票代码	具体举措	实施时间
平安寿险	2318 HK	(1) 推出人才招聘及培训的“优+计划”，精细化分层代理人队伍——大力培养钻石队伍、稳定潜力队伍以及提高新人队伍留存 (2) 数字化赋能转型，推出4大数字化工具：数字化营业部、数字化增员、数字化活动量管理、数字化培训，全方位赋能代理人渠道经营 (3) 打造新银保模式，组建“平安银行家”队伍，向大财富管理转型	2022年底于全国展开施行
太平洋寿险	2601 HK	(1) 颁布实施“新基本法” (2) 开发 Need-Based System(NBS)需求销售支持系统 (3) 移动端营销员活动量化管理 (4) 开展太保“长航合伙人”全球招募计划，推动代理人团队向高素质、高质量、高产能方向发展 (5) 推出客户管理经营系统，	2022/1/1 开始正式实施 2021/10 已完成开发 2021/11 于两家分公司试点，2021/12 开始在全公司推行 2021/11/20 召开太保“长航合伙人”全球招募计划发布会 预计将于2022年正式推出

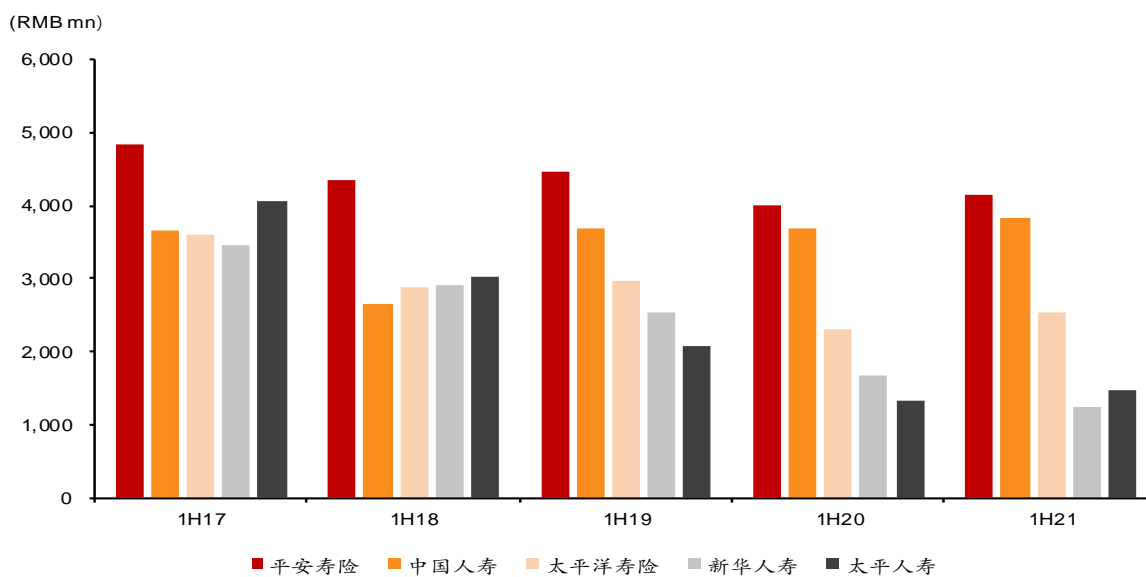
资料来源：公司及招银国际证券

图 14: 寿险公司代理人产能（首年保费/人/月）1H17 vs 1H18 vs 1H19 vs 1H20 vs 1H21



资料来源：公司及招银国际证券预测

图 15: 壽險公司代理人产能 (新业务价值/人/月) 1H17 vs 1H18 vs 1H19 vs 1H20 vs 1H21



资料来源: 公司及招銀国际證券預測

人身险销售管理新规征求意见，严监管持续加码

根据各家媒体报道，11月25日，银保监会向各寿险公司下发《人身保险销售管理办法（征求意见稿）》，对人身保险销售活动的监管进一步趋严。根据征求意见稿的内容，新规全面覆盖了人身险销售的全部流程和各个主体，提出分级要求，限制佣金上限，要点包括：

- 代理人和产品分级管理：**保险公司应当根据产品复杂程度、风险水平、缴费负担等指标，将产品级别划分为一至四级，一级为最低级别（具体分级标准如下表所示）。同时对销售人员进行分级管理，按照教育背景、从业年限、业务品质、考核情况、培训及测试情况、诚信评价结果等进行分级，级别体系应不少于四级，一级为最低级别。根据销售人员分级结果及保险产品分级结果，对销售人员可销售产品进行差异化授权。新入职的一级销售人员初期仅能销售缴费负担较轻的短期普通型寿险和意外险产品，授权产品范围随着新人级别晋升而逐步扩大。

图 16: 《人身保险销售管理办法（征求意见稿）》产品分级

	产品复杂程度	风险水平	缴费负担
低	普通型寿险产品、意外险产品	普通型人身险产品	缴费期间 1 年期以下的产品
根据缴费负担水平将确定为一、二级			
中	新型寿险产品、普通型健康险产品及普通型年金险产品	其余新型产品及政策型产品	其余由保险公司结合产品缴费灵活性、保费水平等综合评估
二级及以上		三级及以上	
高	新型健康险产品、新型年金险产品以及政策型产品	投资连结型保险、带有投资账户且收益不保证的政策性产品	缴费期间 6 年期及以上的产品
三级及以上			

资料来源：公司及招银国际证券预测

- 佣金及手续费管理：**限制手续费比例，拉长佣金支付年限。征求意见稿要求，险企向中介机构支付的首期手续费，不得高于首期保费的 80%；对于向销售人员支付的分期佣金，首期发放比例不得高于保单直接佣金的 40%，续期佣金发放年限不得低于 10 年和保单缴费年限二者之中的低者。
- 自保件和互保件管理：**险企不得以购买保险产品作为销售人员入司、转正或晋级的条件，不允许自保件和互保件参与任何形式的业绩考核和业务竞赛，并审慎评估自保件的佣金计提规则、避免销售人员通过自保件或互保件套利。
- 银保模式管理：**自 2010 年以来首次允许保险公司销售人员进驻银行网点。保险公司与商业银行开展保险销售合作过程中，可以选定专属合作网点开展深度合作，保险机构可以向专属合作银行网点派驻销售人员提供辅助咨询或进行保险销售。专属合作即独家合作，每家专属合作网点每年仅能与一家寿险公司开展深度合作，不得与其他人身险公司开展常规兼业代理合作。
- 销售活动管理：**禁止以超低首期保费制造营销噱头；规定每人每次赠送保险的纯风险保费不超过 100 元，赠险保费不计入保费；禁止盈利性退保业务咨询代办，打击退保

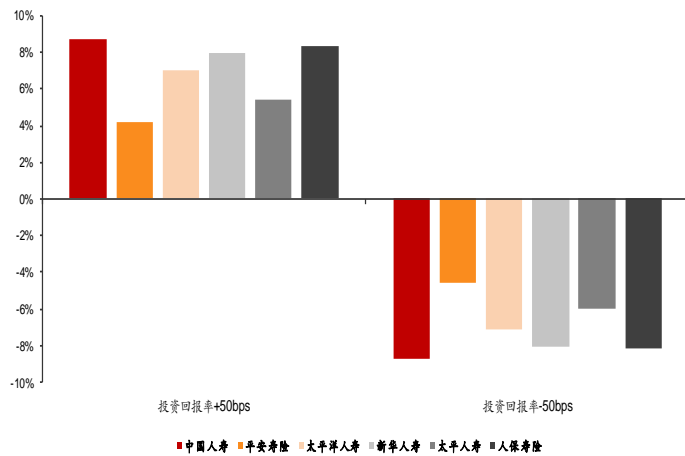
黑产；规范产品说明书、宣传材料的制作；销售人身险产品时，要对投保人进行需求与风险评估，原则上，人身保险总体缴费水平不超过客户年收入的30%。

相较于目前行业内长期险首年佣金占比普遍超过总佣金50%以上的情况，我们认为新规落地之后，会倒逼寿险公司将代理人队伍的发展模式从追求短期规模的“人海战术”向高质量长期稳定经营模式加速转型。同时，银保专属合作模式有利于头部寿险企业扩大在银保渠道的优势和市场份额。

地产投资见底，资产端改善

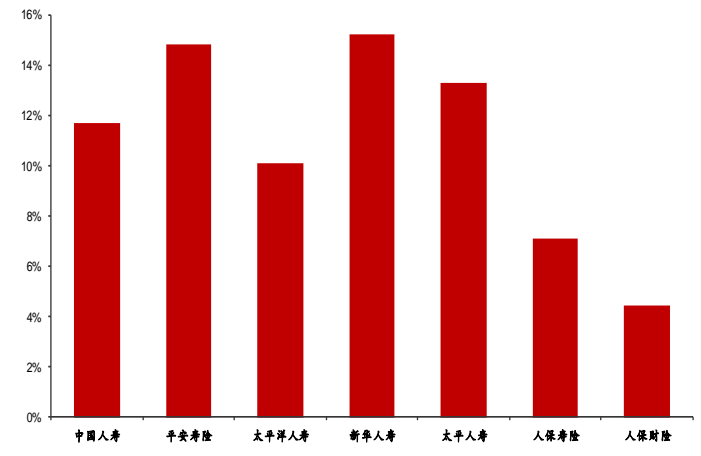
随着地产行业政策底出现，地产公司股债价格从底部开始回升。上市寿险公司在地产类的股债和非标投资，占比约在总投资资产的5%左右，2021年华夏幸福、恒大等房地产企业的流动性问题，给险企资产端产生了压力。进入2022年，随着对地产行业政策边际放松，房企流动性风险释放，地产投资的价值修复，将使得险资资产端表现有所改善。

图 17: 投资回报+/- 50bps 下各公司内含价值敏感性分析



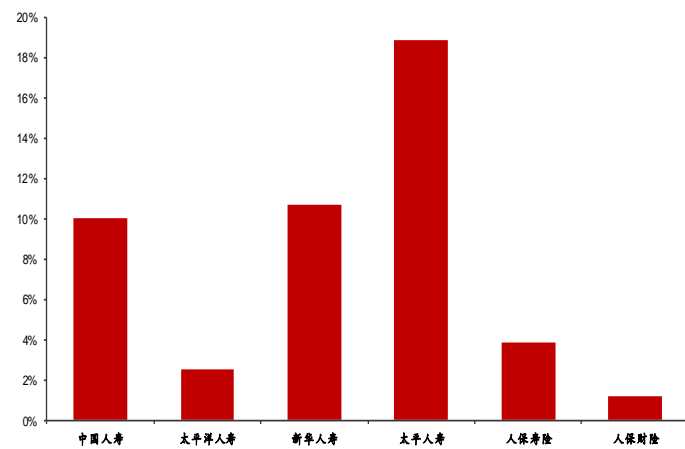
资料来源：公司及招银国际证券预测

图 18: 股权投资回报+10% 下各公司股东权益敏感性分析



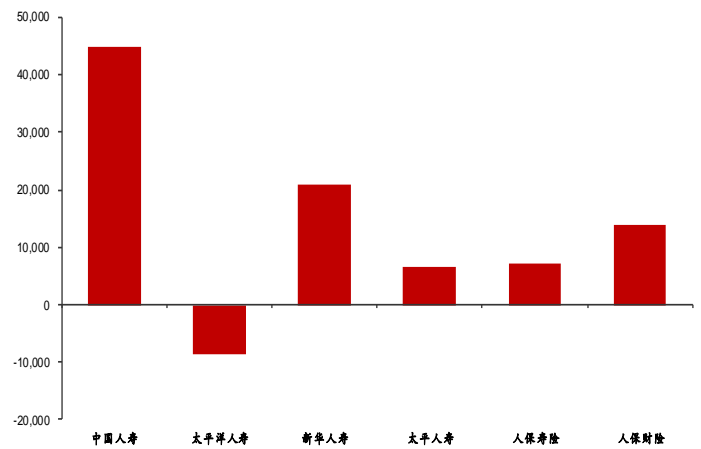
资料来源：公司及招银国际证券预测

图 19: 股权投资回报+10%下各公司股东净利润敏感性分析



资料来源：公司及招银国际证券预测

图 20: 各险资可供出售金融资产重估储备金 (1H21)



资料来源：公司及招银国际证券预测

产险：车险保费增速企稳回升，预计非车承保有所改善

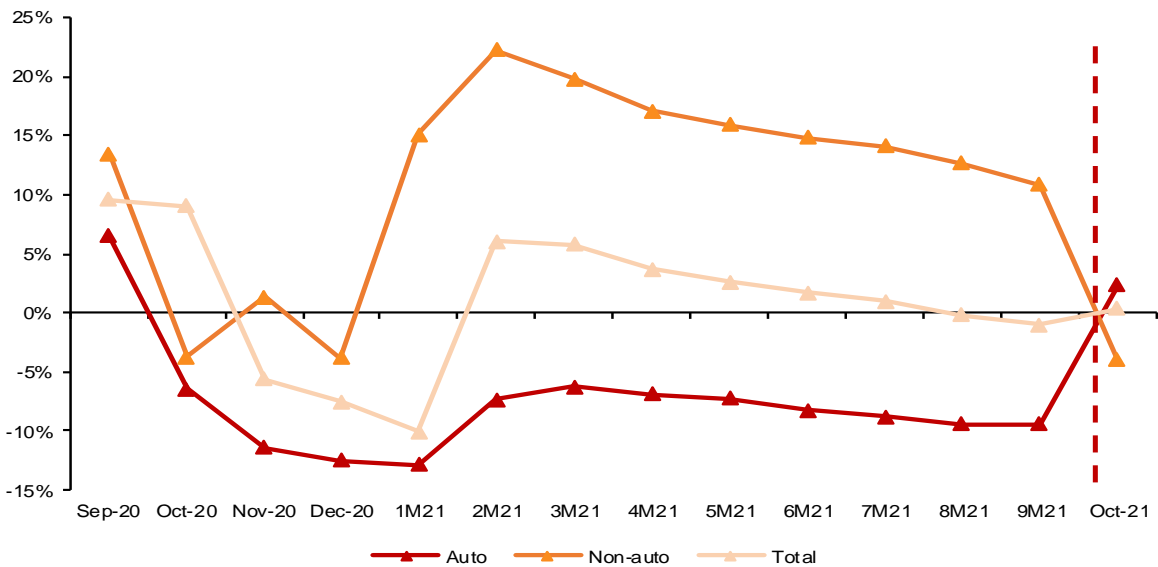
从 2020 年 9 月 19 日开始的产险综改已经期满一年，从 4Q21 开始车均保费和产险综合成本率同比开始企稳。我们认为这会让非车业务的增长压力也相应减轻，财险公司有更多空间关注非车业务的承保盈利。我们预计，随着车险保费的企稳回升，2022 年非车行业的竞争压力将有所缓和，非车行业的承保情况将有所改善。人保产险等头部产险公司的承保盈利情况将持续优于行业。

车险综改的溢出效应

车险综改实施之后，车均保费较综改之前有 21% 的下降，这使得在商业车险投保率提升的情况下，车险行业总体保费仍较综改前有所下降。今年前 9 个月，车险行业保费同比负增长 9.4%。在车险业务保费下降的情况下，各财险公司为了维持收入水平，对非车险的保费增长目标要求较高，造成非车险的价格竞争加剧。剔除上市公司出清融资类信保业务造成的正面影响，可以发现信保业务以外的非车业务综合成本率有所上升。

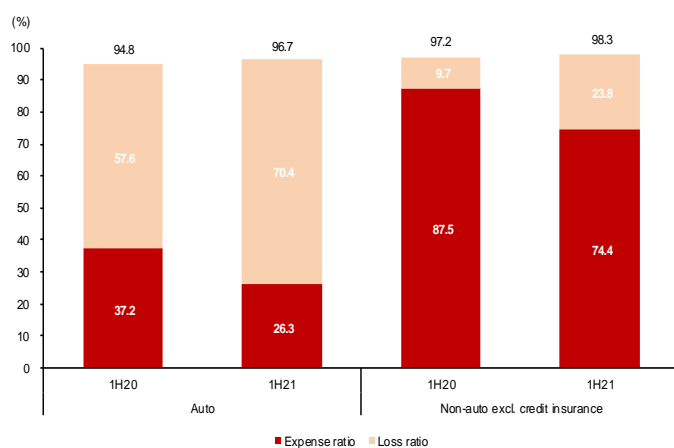
进入 2021 年 10 月份，车险综改期满一年，综改对车险保费的影响已经被消化，可以看到车险保费增速开始反弹。我们预计随着车险保费重回正增长，非车险的保费增长压力和竞争激烈程度也会有所减轻，有助于非车险综合成本率的改善。

图 21：车险综改后车险和非车险行业保费收入同比增速



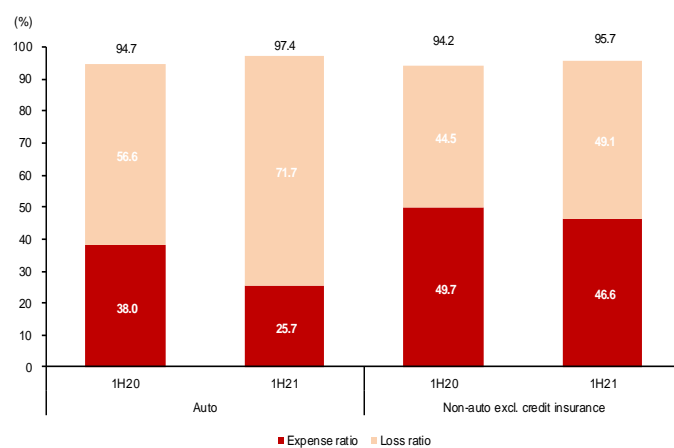
资料来源：公司及招银国际证券预测

图 22: 人保财险: 车险、剔除信保的非车险综合成本率



资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 23: 平安财险: 车险、剔除信保的非车险综合成本率



资料来源: 公司及招银国际证券预测

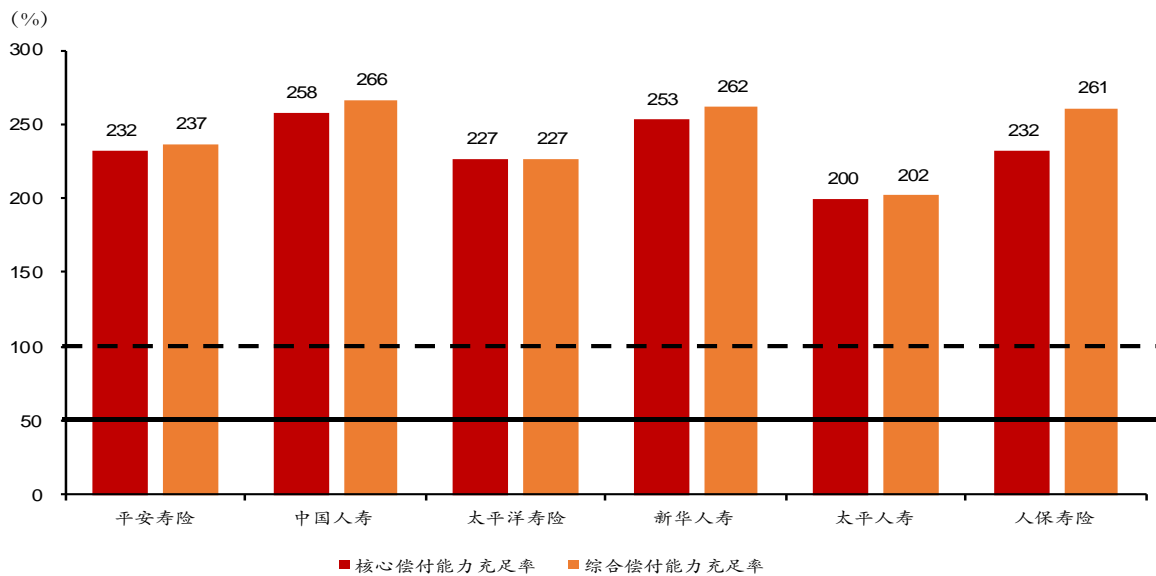
偿二代二期工程：对寿险影响大于产险

我们预计偿二代二期工程将于2022年1季度开始正式实施。根据最近一次的行业内测算方案，二期工程相较于偿二代一期的主要修改在于：

- 1) 将寿险业务的一部分剩余边际移出核心资本，计入附属资本：剩余边际中只有剩余保单年限在10年以上的部分可以被计入核心资本，且核心资本中剩余边际占比不能超过总核心资本的35%；
- 2) 对投资工具全部进行穿透，按照底层资产来计量市场风险和信用风险，对不能穿透的资产计提惩罚性的高风险因子，提高对长期股权投资的风险因子，新增了集中度风险最低资本；
- 3) 对重疾险引入疾病恶化趋势风险因子；
- 4) 将退保率风险因子由按规模区分改为按险种划分，对保障类产品赋予较低的退保风险因子；
- 5) 寿险业务保险最低资本要求中对利差风险的计量更真实反映资产负债匹配情况，将持有到期固收投资按市场价值计量，可用来和负债端利率敞口对冲，对大多数寿险公司来说降低了利率风险最低要求资本。

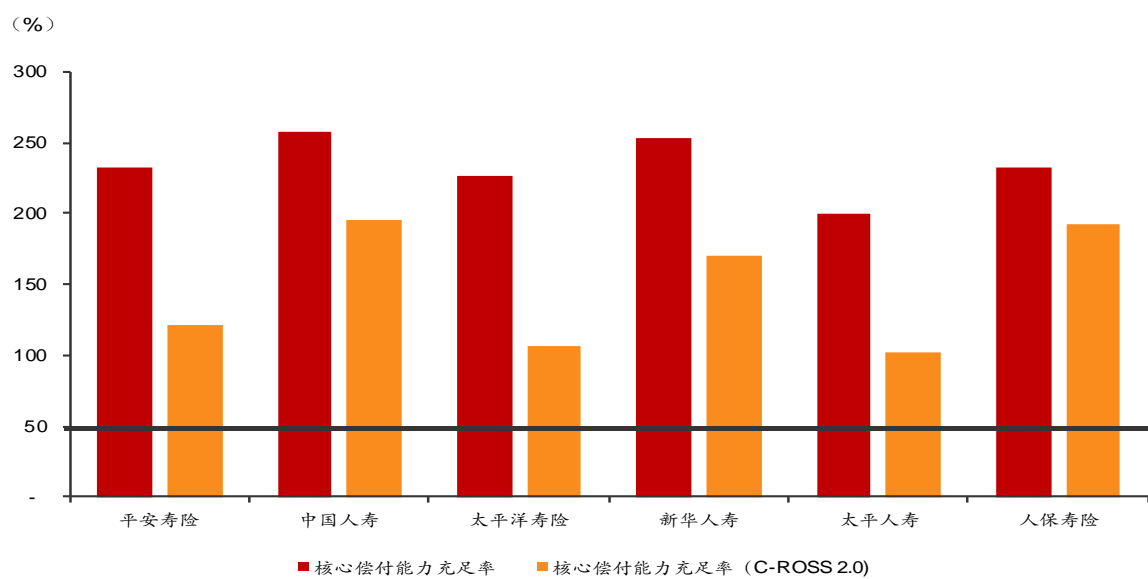
我们测算偿二代二期实施后大多数保险公司核心偿付能力会有不同程度下降，其中对寿险公司的影响大于对产险的影响，但是在二期工程实施后主要上市寿险公司的核心偿付能力仍将在100%以上，远高于监管要求的最低水平（50%），对寿险公司的运营和分红能力影响非常有限。同时，我们认为，偿二代二期保持鼓励长期业务和保障型业务的政策方向，所以未来寿险公司在坚持以价值为导向的情况下，中短期内仍然可以将核心资本维持在100%以上。

图 24：2021 年三季度寿险上市公司核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率



资料来源：公司及招银国际证券预测

图 25: CMBI 预测偿二代二期实施后上市寿险公司核心偿付能力水平

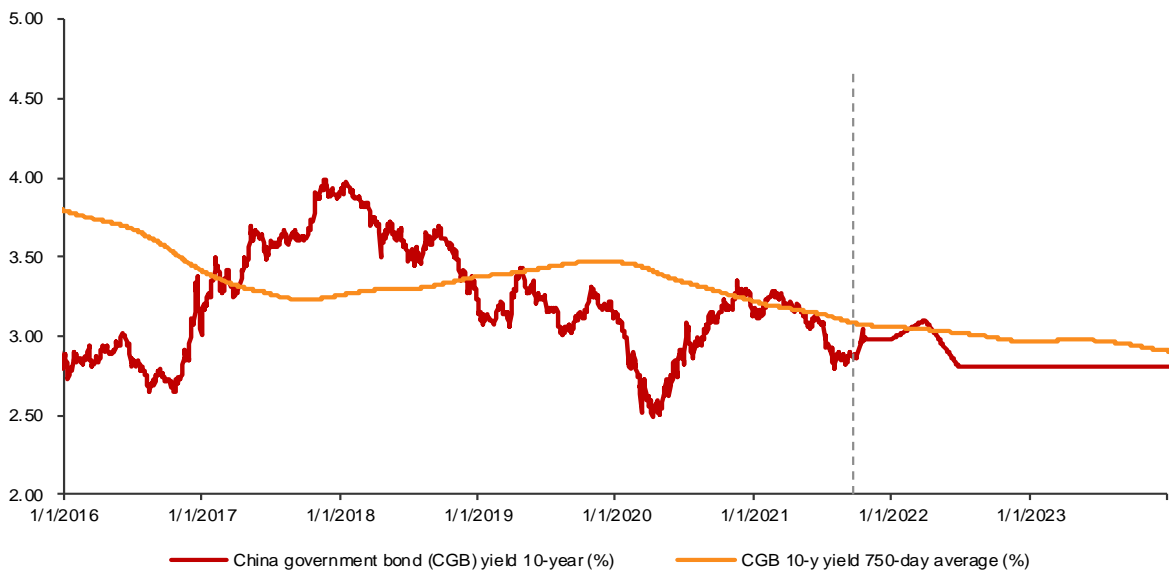


资料来源：公司及招银国际证券预测

750 日国债利率降幅趋缓，2022 准备金压力减轻

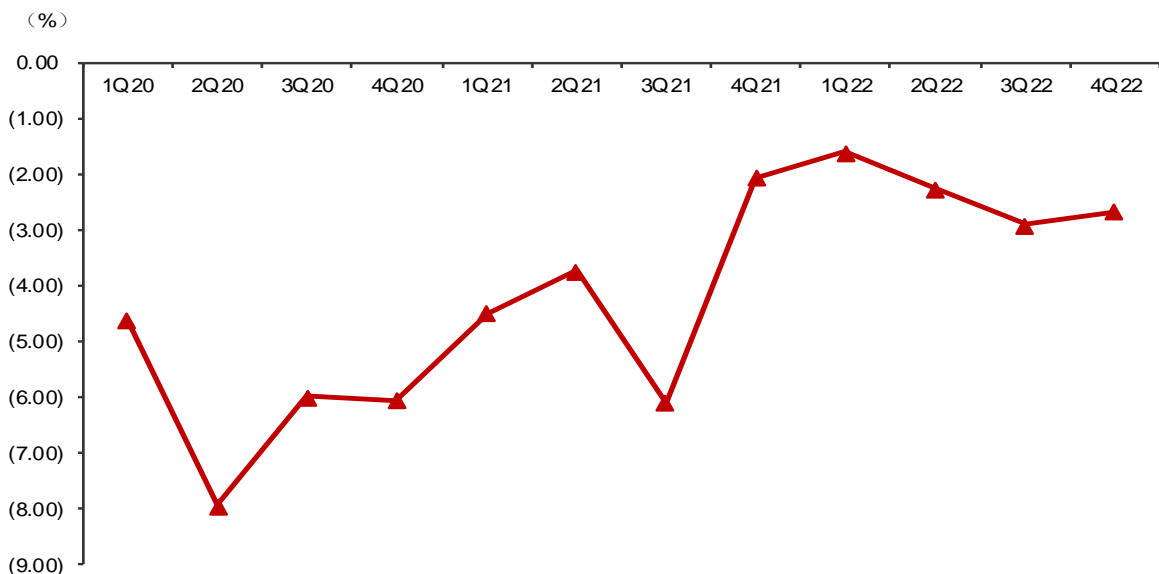
我们的宏观团队预计 2022 年的 10 年期国债利率将在 2.7-3.1% 范围内波动，上半年由于地方债供给增量所以利率相对会较高，下半年则趋于平稳。基于此预测，我们计算了 2022 年 750 日平均 10 年期国债利率（也就是寿险准备金折现率的基准利率）变化曲线，如下图所示。我们可以看到，2022 年 750 日国债利率仍然维持下行趋势，但是下行幅度较 2021 年收窄。我们预计 2022 年 750 日平均国债利率降幅将在 9bps，小于 2021 年的 16bps，相对应的，2022 年寿险公司增提准备金的压力将同比减小，对盈利可以起到一定的支撑作用。

图 26：750 日平均 10 年期国债收益率曲线



资料来源：公司及招银国际证券预测

图 27：1Q20-4Q22 各季度 750 日平均国债收益率变化



资料来源：公司及招银国际证券预测

估值

图 28: 同业估值对比

Ticker	Company	Price	Rating	PO	Upside	P/BV				Dividend yield				P/E			
						FY20	FY21E	FY22E	FY23E	FY20	FY21E	FY22E	FY23E	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
2318 HK	Ping An	57.80	Buy	87.02	51%	1.2 x	1.0 x	0.9 x	0.8 x	4.7%	5.0%	5.7%	6.5%	5.9 x	7.0 x	6.0 x	5.7 x
2628 HK	China Life	13.32	Buy	18.41	38%	0.7 x	0.6 x	0.6 x	0.5 x	5.8%	5.9%	6.7%	7.2%	6.2 x	6.2 x	5.4 x	5.1 x
2601 HK	CPIC	23.00	Buy	36.98	61%	0.8 x	0.8 x	0.7 x	0.7 x	6.8%	7.5%	8.8%	9.7%	7.3 x	6.4 x	5.5 x	5.0 x
1336 HK	NCL	21.35	Buy	34.04	59%	0.5 x	0.5 x	0.4 x	0.4 x	7.8%	8.6%	8.9%	10.2%	3.9 x	3.5 x	3.4 x	3.0 x
966 HK	Taiping	10.98	Buy	14.21	29%	0.4 x	0.4 x	0.4 x	0.3 x	3.6%	5.2%	6.8%	7.6%	6.0 x	4.8 x	4.4 x	4.0 x
1339 HK	PICC Group	2.34	Buy	3.57	53%	0.4 x	0.4 x	0.4 x	0.3 x	8.0%	9.2%	10.5%	12.2%	4.3 x	3.8 x	3.3 x	2.8 x
2328 HK	PICC P&C	6.85	Buy	11.53	68%	0.7 x	0.6 x	0.6 x	0.5 x	6.6%	7.0%	8.0%	9.5%	6.1 x	5.7 x	5.0 x	4.2 x
6060 HK	Zhong An	28.10	Buy	44.27	58%	2.0 x	1.8 x	1.7 x	1.6 x	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	62 x	38.8 x	38.6 x	24.8 x
601318 CH	Ping An	51.22	Buy	72.23	41%	1.2 x	1.1 x	1.0 x	0.9 x	4.4%	4.7%	5.4%	6.1%	6.3 x	7.5 x	6.4 x	6.1 x
601628 CH	China Life	30.40	Sell	18.34	-40%	1.9 x	1.8 x	1.6 x	1.5 x	2.1%	2.1%	2.4%	2.6%	17.2 x	17.1 x	15.0 x	13.9 x
601601 CH	CPIC	28.14	Buy	36.84	31%	1.2 x	1.2 x	1.1 x	1.0 x	4.6%	5.1%	5.9%	6.6%	10.7 x	9.5 x	8.2 x	7.4 x
601336 CH	NCL	39.38	Sell	28.26	-28%	1.2 x	1.1 x	1.0 x	0.9 x	3.5%	3.9%	4.0%	4.6%	8.6 x	7.9 x	7.5 x	6.6 x
601319 CH	PICC Group	4.82	Sell	3.70	-23%	1.1 x	1.0 x	0.9 x	0.8 x	3.2%	3.7%	4.3%	4.9%	10.6 x	9.3 x	8.1 x	7.0 x
		P/EV (Group)				New Business Multiplier				ROE				ROEV			
		FY20	FY21E	FY22E	FY23E	FY20	FY21E	FY22E	FY23E	FY20	FY21E	FY22E	FY23E	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
2318 HK	Ping An	0.7 x	0.6 x	0.5 x	0.5 x	(9.1) x	(13.9) x	(17.4) x	(19.8) x	19.9%	15.6%	16.4%	15.5%	10.1%	8.2%	11.3%	11.0%
2628 HK	China Life	0.3 x	0.3 x	0.3 x	0.2 x	(13.0) x	(17.7) x	(18.6) x	(18.6) x	11.8%	10.9%	11.4%	11.2%	12.9%	6.5%	6.8%	7.0%
2601 HK	CPIC	0.4 x	0.4 x	0.3 x	0.3 x	(15.0) x	(19.7) x	(20.7) x	(21.0) x	12.5%	12.5%	13.5%	13.7%	14.8%	6.0%	8.1%	7.6%
1336 HK	NCL	0.2 x	0.2 x	0.2 x	0.2 x	(20.2) x	(26.5) x	(28.3) x	(28.2) x	15.4%	14.4%	13.4%	13.9%	16.0%	7.0%	6.2%	6.0%
966 HK	Taiping	0.2 x	0.2 x	0.2 x	0.2 x	(17.2) x	(21.7) x	(22.3) x	(22.7) x	7.8%	8.6%	8.6%	8.8%	19.0%	6.8%	6.6%	6.4%
1339 HK	PICC Group	0.3 x	0.3 x	0.3 x	0.3 x	(41.9) x	(61.0) x	(65.6) x	(69.2) x	10.4%	10.9%	11.5%	12.3%	12.8%	6.0%	7.2%	7.5%
601318 CH	Ping An	0.7 x	0.6 x	0.6 x	0.5 x	(7.9) x	(12.5) x	(16.0) x	(18.5) x	19.9%	15.6%	16.4%	15.5%	10.1%	8.2%	11.3%	11.0%
601628 CH	China Life	0.8 x	0.8 x	0.7 x	0.7 x	(3.6) x	(6.0) x	(7.4) x	(8.4) x	11.8%	10.9%	11.4%	11.2%	12.9%	6.5%	6.8%	7.0%
601601 CH	CPIC	0.6 x	0.6 x	0.5 x	0.5 x	(10.3) x	(14.1) x	(15.5) x	(16.3) x	12.5%	12.5%	13.5%	13.7%	14.8%	6.0%	8.1%	7.6%
601336 CH	NCL	0.5 x	0.5 x	0.4 x	0.4 x	(12.8) x	(17.7) x	(19.6) x	(20.2) x	15.4%	14.4%	13.4%	13.9%	16.0%	7.0%	6.2%	6.0%
601319 CH	PICC Group	0.8 x	0.7 x	0.7 x	0.6 x	(12.6) x	(22.0) x	(27.7) x	(33.1) x	10.4%	10.9%	11.5%	12.3%	12.8%	6.0%	7.2%	7.5%
		P&C premium growth				Combined ratio				Expense ratio				Loss ratio			
		FY20	FY21E	FY22E	FY23E	FY20	FY21E	FY22E	FY23E	FY20	FY21E	FY22E	FY23E	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
2318 HK	Ping An	5.5%	0.0%	6.0%	6.0%	99.1%	98.0%	98.0%	98.0%	38.6%	36.5%	36.5%	36.5%	60.5%	61.5%	61.5%	61.5%
2601 HK	CPIC	11.1%	3.2%	6.7%	7.1%	99.0%	98.6%	98.6%	98.6%	37.6%	37.4%	37.4%	37.4%	61.4%	61.2%	61.2%	61.2%
966 HK	Taiping	3.5%	0.0%	5.0%	5.0%	103.9%	105.0%	101.0%	100.0%	48.6%	48.0%	45.0%	45.0%	55.3%	57.0%	56.0%	55.0%
2328 HK	PICC P&C	0.0%	1.0%	10.0%	10.0%	98.9%	99.0%	98.6%	98.2%	32.7%	27.0%	26.8%	26.8%	66.2%	72.0%	71.8%	71.4%
6060 HK	Zhong An	0.1%	0.4%	0.2%	0.2%	102.5%	99.9%	99.4%	98.9%	48.4%	51.3%	50.4%	49.6%	54.1%	48.6%	49.0%	49.3%

资料来源: 公司及招银国际证券预测

投资推荐：上半年财险优于寿险，推荐买入人保财险（2328 HK）

当前保险板块估值水平处于历史底部，港股主要上市寿险公司 P/EV FY22E 在 0.2-0.5 倍，P/BV FY22E 在 0.4-0.9 倍，人保财险 P/BV FY22E 在 0.6 倍。展望 2022 年，我们认为上半年财险经营情况改善将优于寿险：车险同比保费增速反弹，非车行业的竞争压力将有所缓和，非车行业的承保情况有望改善；寿险负债端持续承压，2022 年新业务同比增长将呈现前低后高的态势，逐季度有所改善；750 日平均 10 年期国债利率降幅减缓，准备金增提压力减小；资产端受惠于地产政策边际改善。重点推荐买入人保财险（2328.HK），我们认为 2022 年产险行业将进一步分化，人保财险作为头部产险公司其承保盈利情况将持续优于行业。我们预测人保财险 2022 保费增速达到双位数增长，综合成本率略有改善。

人保财险 (2328 HK) 财务分析

利润表

主要比率

12月31日 (百万元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	截至12月31日 (百万元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
总保费收入	433,175	433,187	437,519	481,271	529,398	同比增速:					
机动车辆险	262,927	265,651	245,011	259,886	285,875	总保费收入	11.4	0.0	1.0	10.0	10.0
非机动车辆险	170,248	167,536	192,508	221,385	243,523	机动车辆险	1.6	1.0	(7.8)	6.1	10.0
						非机动车辆险	31.1	(1.6)	14.9	15.0	10.0
已赚净保费	380,683	393,127	397,058	421,047	463,152	净利润	56.8	(14.1)	5.8	14.9	17.9
已发生净赔款	(251,822)	(260,320)	(285,882)	(302,312)	(330,690)						
保单获取成本净额	(77,943)	(69,075)	(47,647)	(49,684)	(54,652)	承保利润率:					
行政及管理费用	(47,741)	(59,555)	(59,559)	(63,157)	(69,473)	赔付率	66.2	66.2	72.0	71.8	71.4
承保利润	3,177	4,177	3,971	5,895	8,337	费用率	33.0	32.7	27.0	26.8	26.8
总投资收益	17,719	19,229	20,127	21,319	23,310	综合成本率	99.2	98.9	99.0	98.6	98.2
财务费用	(1,424)	(1,547)	(1,624)	(1,706)	(1,791)						
联营及合营公司损益	4,250	3,951	4,741	5,689	6,827	偿付能力充足率:					
其他收入及支出	61	(1,134)	(1,247)	(1,372)	(1,509)	核心偿付能力充足率	251.7	249.9	265.4	258.0	252.5
除税前利润	23,783	24,676	25,967	29,825	35,174						
所得税 (费用)	496	(3,808)	(3,895)	(4,474)	(5,276)	回报率 (%):					
非控制性权益	3	-	-	-	-	净资产收益率	15.6	11.7	11.4	12.2	13.3
净利润	24,282	20,868	22,072	25,351	29,898	资产收益率	4.2	3.4	3.3	3.5	3.8

资产负债表

12月31日 (百万元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	投资收益率:					
投资资产	342,316	380,983	399,689	436,333	477,795	投资性资产同比增速	3.7	11.3	4.9	9.2	9.5
其他自查	253,765	265,818	290,489	317,531	347,177	净投资收益率	5.1	4.9	5.1	5.1	5.1
总资产	596,081	646,801	690,178	753,864	824,972	总投资收益率	5.3	5.3	5.2	5.1	5.1
保险合同负债	306,902	314,623	320,424	342,209	366,003						
其他负债	119,225	142,147	168,998	195,688	225,063	每股数据(人民币)					
总负债	426,127	456,770	489,422	537,897	591,066	每股盈利 (人民币)	1.1	0.9	1.0	1.1	1.3
总权益	169,954	190,031	200,756	215,967	233,906	每股股息 (人民币)	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
						每股账面价值 (人民币)	7.6	8.4	9.0	9.7	10.5
股东权益	169,953	187,513	200,756	215,967	233,906						

资料来源: 公司及招银国际证券预测

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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

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

招银国际证券有限公司

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

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)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。招银国际证券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。招银国际证券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证券编写，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定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。招银国际证券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，未经招银国际证券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

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有关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。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。