

中国太保 (601601.SH) / 保险

证券研究报告/公司点评

2023年5月3日

评级：买入（维持）

市场价格：31.21

分析师：蒋峤

执业证书编号：S0740517090005

Email: jiangqiao@r.qlzq.com.cn

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	962000
流通股本(百万股)	684500
市价(元)	31.21
市值(百万元)	300300
流通市值(百万元)	213600

股价与行业-市场走势对比

相关报告

人力规模企稳产能提升，单季 NBV 增速转正——中国太保 22Q3 点评

寿险继续深度调整，财险和投资表现优秀——中国太保 2021 年报点评

《从可分配资本看中国寿险公司价值创造能力和 P/OPAT 估值水平》-2019/7/14

公司盈利预测及估值

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	440643	455372	488150	531264	579201
增长率(%)	4.22%	3.34%	7.20%	8.83%	9.02%
归属母公司股东净利	26834	24609	29450	32803	33804
增长率(%)	9.15%	-8.29%	19.67%	11.39%	3.05%
每股收益(元)	2.79	2.56	3.06	3.41	3.51
P/E	11.19	12.20	10.19	9.15	8.88

备注：股价截至 2023 年 4 月 28 日

投资要点

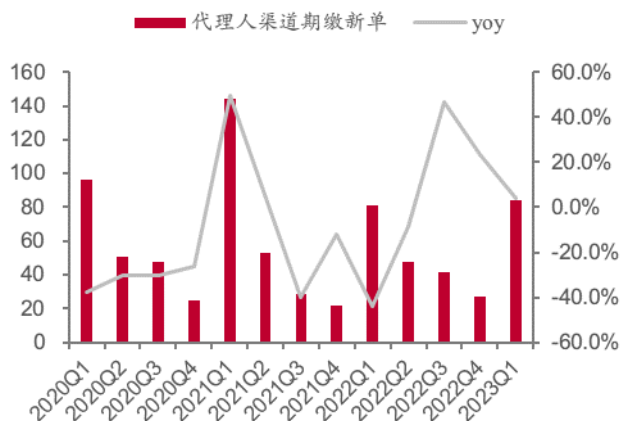
- **事件：**中国太保公布一季度业绩：1) NBV 39.7 亿元，同比+16.6%，预计领先 A 股上市险企。2) 归母净利润 116 亿元，同比+27.4%。3) 归母净资产 2484 亿元，较年初+26.4%。5) 加权 ROE 为 4.9%，同比+0.2pct。
- **1、新准则下，太保一季度归母净利润 116 亿元，同比+27.4%。**新准则下，太保净利润增速低于其他上市险企。我们预计差异可能在于，新金融工具准则之下，各家险企在资产端计入 FVTPL 的比例不同，带来净利润上升下降幅度不同；另外还有去年同期基数原因。
- **2、寿险：NBV 实现正增长，人力指标企稳回升。**
 - 1) **NBV：Q1 太保 NBV 增长 16.6%。**为连续三季度正增，去年下半年+13.5%，今年 Q1+16.6%，预计增速领先 A 股上市险企。
 - 2) **保费：个险新单保费 123 亿元，同比-6.0%；**其中期缴 84.4 亿元，同比+4.2%。银保渠道新单保费 111 亿元，同比-17.1%；其中期缴 29.1 亿元，同比+399.1%。预计银保渠道新单保费负增长源于去年同期基数较高，但期缴保费的大幅增长则反映出银保业务质量的大幅改善。
 - 3) **NBV margin 预计是提升。**考虑到一季度太保 NBV 增速快于新单保费增速，预计 NBV margin 同比提升。我们预计原因主要是产品结构改变，随着队伍长期储蓄能力慢慢建立，更多销售长缴年金和增额终身寿等价值率相对更高的产品。
 - 4) **人力：核心队伍规模企稳，核心人力占比同比提升，**核心人力月人均首年佣金收入、核心人力月人均税前收入均同比大幅提升。NBV 增速的提升，除了去年相对较低的基数，队伍产能提升是重要驱动。预计太保核心人力 Q1 微幅提升，核心人力 NBV 贡献率超过 90%；因此，未来重点观测指标是核心人力队伍、产能。另外，预计一季度主管招募意愿提升、优质招募明显增加；主管考核上侧重优增，13 月留存率要求高于 50%。随着“长航行动”不断推进，太保寿险代理人质态持续改善。预计个险渠道新单保费即将实现正增长，银保渠道将继续成为新的业绩增长点。
- **3、产险：综合成本率继续改善，非车业务大幅增长。**
 - 1) **综合成本率 98.4%，同比-1.2pct。**产险综合成本率 COR 改善，预计主要是一季度车辆出险率基本持平，但后续出险率上升的可能性是较大的。2) **保费：**产险实现原保费收入 575 亿元，同比+16.8%。其中车险保费 259 亿元，同比+6.0%；非车保费 316 亿元，同比+27.4%。
- **4、投资：权益市场上涨，总投资收益率同比提升。**
 - 1) **集团投资资产达 20795 亿元，**较年初+6.3%。2) **未成年净投资收益率 0.8%，**同比-0.2pct；**未成年总投资收益率 1.4%，**同比+0.4pct。
- **投资建议：**总体看，转型推进叠加去年较低基数，太保一季度 NBV 增速预计领先 A 股上市险企，且 NBV 增速的领先有望贯穿全年。随着“长航行动”不断推进，

《核心寿险业务持续承压,期待内在治理与协同效应有所体现——中国太保 2020 年报点评》-2021/3/28

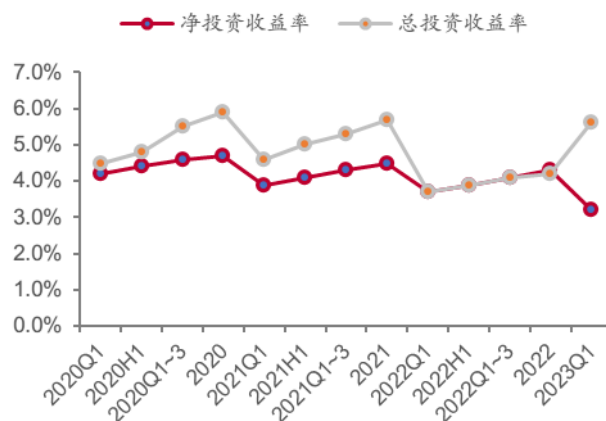
《寿险产品结构发生大的变化,代理人两极分化严重——中国太保 2021 年中报点评》-2021/8/30

太保寿险代理人质态持续改善,为未来价值增长提供稳固支撑。我们预测公司 23 年 EV 增长为 11.1%,当前股价对应 23 年 PEV 为 0.52 倍,维持买入评级。

■ **风险提示:** 权益市场大幅度下降,长期无风险收益率大幅度下行,新单保费增速不如预期,寿险改革成效低于预期。

图表 1: 太保代理人渠道期缴新单保费及增速; 亿元, %


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 太保投资收益率情况; %


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 中国太保财务报表及主要财务指标: 百万元, %

主要财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					
每股收益	2.79	2.56	3.06	3.41	3.51
每股净资产	23.57	23.75	25.58	27.63	29.74
每股内含价值	51.80	54.01	60.02	67.33	75.58
每股新业务价值	1.39	0.96	1.05	1.16	1.27
价值评估 (倍)					
P/E	11.19	12.20	10.19	9.15	8.88
P/B	1.32	1.31	1.22	1.13	1.05
P/EV	0.60	0.58	0.52	0.46	0.41
VNBX	-14.77	-23.83	-27.37	-31.20	-34.84
盈利能力指标 (%)					
净投资收益	4.90%	4.90%	4.90%	4.90%	4.90%
总投资收益	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
净资产收益率	12.14%	10.81%	12.41%	12.82%	12.25%
总资产收益率	1.38%	1.13%	1.26%	1.28%	1.20%
财险综合成本率	99.00%	97.30%	98.50%	98.50%	98.50%
财险赔付率	69.60%	68.50%	61.00%	61.00%	61.00%
财险费用率	29.40%	28.80%	37.50%	37.50%	37.50%
盈利增长 (%)					
净利润增长率	9.2%	-8.3%	19.7%	11.4%	3.1%
内含价值增长率	8.5%	4.3%	11.1%	12.2%	12.2%
新业务价值增长率	-24.8%	-31.4%	10.0%	10.0%	10.0%
偿付能力充足率 (%)					
偿付能力充足率 (集团)	266%	256%	300%	300%	300%
偿付能力充足率 (寿险)	218%	218%	250%	250%	250%
偿付能力充足率 (产险)	288%	202%	290%	290%	290%
内含价值 (百万元)					
调整后净资产	287,213	298,142	333,919	373,989	418,868
有效业务价值	211,096	221,479	243,505	273,765	308,181
内含价值	498,309	519,621	577,424	647,754	727,049
一年新业务价值	13,412	9,205	10,126	11,138	12,252
核心内含价值回报率 (%)	10.28%	10.24%	9.97%	9.97%	9.95%
寿险新业务保费 (百万元)					
趸缴新单保费	4,466	3,150	3,996	4,939	5,989
期缴新单保费	24,761	19,793	20,783	21,822	22,913
新业务合计	29,227	22,943	24,778	26,761	28,902
新业务保费增长率 (%)	0.66%	-21.50%	8.00%	8.00%	8.00%
标准保费	25208	20108	21182	22316	23512
标准保费增长率 (%)	11.13%	-20.23%	5.34%	5.35%	5.36%

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
寿险保费	211685	225343	235329	246693	259499
非寿险保费	152643	170377	189587	212995	241862
总保费及管理费收入	364328	395720	424916	459688	501361
减: 分出保费	24934	25084	33438	38171	44115
净保费收入	339394	370636	391478	421517	457246
减: 净提取未到期责任准备金	2313	4856	19425	15880	17372
已赚净保费	337081	365780	372053	405637	439875
投资收益	95457	81195	110186	119057	132548
营业收入	440643	455372	488150	531264	579201
赔付及保户利益	338551	357185	367931	399645	438373
保险业务综合费用	71298	72954	81442	88455	96354
营业费用	409849	430139	449373	488100	534727
营业利润	30794	25233	38777	43163	44473
税前利润	30796	25176	38527	42913	44223
所得税	3178	(64)	8476	9441	9729
归属于母公司股东的净利润	26834	24609	29450	32803	33804
少数股东损益	784	631	601	669	690

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及存款投资	229064	237651	269164	296609	326928
债权投资	1142342	1261265	1346772	1484098	1635798
股权投资	369517	425494	436896	481445	530657
其他投资	71146	101873	147417	162448	179053
总投资资产	1812069	2026283	2200248	2424600	2672436
分保资产	30872	34396	32000	32000	32000
其他资产	103223	115620	106464	111235	116898
资产总计	1946164	2176299	2338712	2567835	2821334
保险合同负债	1385333	1557918	1751323	1960195	2192812
投资合同负债	102843	120029	100000	100000	100000
次级债	9995	9999	10000	10000	10000
其他负债	215588	254225	225100	225100	225100
负债总计	1713759	1942171	2086423	2295295	2527912
实收资本	9620	9620	9620	9620	9620
归属于母公司股东权益	226741	228446	246116	265798	286080
少数股东权益	5664	5682	6173	6742	7341
负债和所有者权益合计	1946164	2176299	2338712	2567835	2821334

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。