

中国太保 (601601)

买入 (维持)

队伍结构优化, NBV 同比领先

2023 年 04 月 29 日

相关报告

《中国太保深度报告: 在正确道路上坚持做正确的事》2023-04-11

《中国太保 2022 年报点评: 转型势能释放, 价值增长可期》2023-03-27

分析师:

孙寅

S0190521060002

徐一洲

S0190521060001

研究助理:

唐亮亮

tangliangliang@xyzq.com.cn

投资要点

- **业绩概览: 整体表现符合预期。23Q1 归母净利润同比+27.4%至 116.3 亿元, 符合预期;**其中承保利润(保险服务收入-保险服务费用)同比+3%至 97.8 亿元, 投资利润(投资收益+利息收入+公允变动损益-承保财务损失)同比+99%至 75.8 亿元, 两者占税前利润比重分别为 65.6%、50.8%。**NBV 同比+16.6%, 在上市险企中大幅领先, 归因于人均产能同比提升以及产品结构的调整。**
- **人身险“长航行动”转型效能持续释放。**1) 代理人队伍质态持续优化。**核心队伍规模逐步企稳, 核心人力占比同比提升, 核心人力月人均 FYC、月人均税前收入均同比大幅提升。**2) **增员同比提升**, 新人 13 个月留存率改善, 预计总人力规模将企稳。3) **个险新单期交同比扭负为正, +4.2%**, 队伍销售能力提升+增额寿等储蓄业务销售良好是核心驱动。考虑新基本法对于持续绩优的牵引效果以及储蓄业务需求仍旺盛, 后续新单销售有望持续改善。4) **银保期交同比大增 399.1%, 预计 NBV 大幅正增长, 价值贡献占比进一步增加**, 考虑前期网点布局逐步完成, 高价值的期缴业务占比将进一步上升。5) **业务品质亮眼, 13 个月保费继续率同比+6.8pct 至 95.9%, 在上市险企中领先。**
- **财产险非车业务增速亮眼, 综合成本率优化。产险保费收入同比+16.8%, 其中车险、非车业务分别同比+6%、+27.4%, 非车业务延续近年来高增态势, 预期主要得益于责任险、健康险、农险等业务快速增长。**2) **品质管控能力提升带动综合成本率同比-1.2 pct 至 98.4%**, 预计二季度出险率同比压力抬升。
- **总投资收益率改善, 负债成本率预计提升。**年化净投资收益率同比-0.8pct 至 3.2%; 但年化总投资收益率同比+1.6pct 至 5.6%, **预计与权益市场向好以及新准则下 FVTPL 资产占比提升放大投资波动有关。**承保财务损失同比+55.6%, 或表明储蓄型业务占比大幅提升下公司负债端成本走高, 加大投资端压力。
- **投资建议: 短期看, 考虑低基数+队伍规模企稳和质态提升, 23 年负债端有望在同业中保持领先。长期看, 公司“三化五最”的代理人改革+价值银保渠道建设+产品服务体系持续推进, 转型势能释放将带动价值稳健增长。**调整 2023、2024、2025 年 EPS 预测值为 3.11、3.62 和 4.29 元, 维持买入评级。
- **风险提示: 转型进度不及预期, 权益市场震荡, 长期利率大幅下行**

表:中国太保财务报表及指标预测(单位:百万元)

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
一、营业收入	455,372	500,835	548,613	611,694	货币资金	33,134	27,441	30,023	34,304
已赚保费	368,878	395,441	429,064	470,239	交易性金融资产	26,560	12,429	14,883	28,789
保费业务收入	398,818	427,537	463,889	508,406	买入返售金融资产	21,124	17,495	19,141	21,870
投资净收益	81,195	100,533	114,088	135,351	保户质押贷款	69,825	73,316	76,982	80,831
公允价值变动净收益	-61	557	726	895	可供出售金融资产	715,085	777,508	850,661	931,967
其他业务收入	3,913	4,304	4,735	5,208	持有至到期投资	514,250	559,141	611,749	670,220
二、营业支出	430,139	470,145	512,905	569,392	长期股权投资	25,829	28,084	30,726	33,663
退保金	21,434	28,182	30,927	33,808	存出资本保证金	7,290	7,655	8,037	8,439
赔付支出	148,147	205,748	233,008	277,008	固定资产	17,465	18,338	19,255	20,218
提取保险责任准备金	175,374	156,751	163,000	164,909	无形资产	6,666	6,584	6,666	8,066
营业税金及附加	1,121	1,202	1,304	1,430	递延所得税资产	8,903	9,793	10,773	11,850
手续费及佣金支出	27,929	29,940	32,486	35,603	投资性房地产	11,202	9,136	9,995	9,722
管理费用	52,774	56,589	61,409	67,304	定期存款	204,517	238,934	261,414	266,661
其他业务成本	5,532	5,809	6,099	6,404	资产总计	2,176,299	2,388,834	2,622,129	2,869,997
资产减值损失	5,640	-100	-100	-100	卖出回购金融资产款	119,665	137,615	158,257	181,996
三、营业利润	25,233	30,690	35,709	42,302	预收保费	22,520	24,142	26,194	28,708
四、利润总额	25,176	30,621	35,628	42,207	应付手续费及佣金	4,639	4,973	5,396	5,914
减: 所得税	-64	-78	-91	-107	应付赔付款	22,075	30,658	34,720	41,276
五、净利润	25,240	30,698	35,718	42,314	应付保单红利	24,858	26,101	27,406	28,776
归属于母公司所有者的净利润	24,609	29,931	34,825	41,256	保户储金及投资款	120,029	132,032	145,235	159,759
基本每股收益(元)	2.56	3.11	3.62	4.29	未到期责任准备金	77,250	83,615	92,073	96,998
重要指标	2022A	2023E	2024E	2025E	未决赔款准备金	71,437	81,443	91,937	93,041
营业收入	455,372	500,835	548,613	611,694	寿险责任准备金	1,258,941	1,356,633	1,444,152	1,530,974
增长率	3.34%	9.98%	9.54%	11.50%	长期健康险责任准备金	150,290	189,704	246,232	318,289
归属母公司所有者净利润	24,609	29,931	34,825	41,256	负债总计	1,942,171	2,134,722	2,346,000	2,567,692
增长率	-8.29%	21.63%	16.35%	18.47%	资本公积金	79,665	66,613	66,613	66,613
每股收益(元)	2.56	3.11	3.62	4.29	其他综合收益	20,986	20,986	20,986	20,986
净资产收益率	10.81%	12.57%	13.47%	14.63%	盈余公积金	5,114	5,114	5,114	5,114
集团内含价值	519,620	569,640	635,628	733,000	未分配利润	105,205	119,019	135,093	154,134
内含价值增速	4.28%	9.63%	11.58%	15.32%	一般风险准备	22,474	26,969	32,363	38,835
每股内含价值(元)	54.01	59.21	66.07	76.20	归属于母公司所有者权益合计	228,446	247,763	269,230	294,744
新业务价值	9,205	10,182	11,396	12,857	所有者权益合计	234,128	254,112	276,129	302,305
新业务价值增速	-31.37%	10.61%	11.92%	12.82%	负债及股东权益总计	2,176,299	2,388,834	2,622,129	2,869,997

资料来源: Wind, 中国太保公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理、测算; 此处均为原会计准则口径下数据

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn