

中国太保 (601601)

证券研究报告
2023年04月29日

高质量银保弯道超车，NBV 增速大幅领先同业

1、利润及投资：投资大幅改善推升 23Q1 业绩。新准则下 23Q1 公司实现归母净利润 116 亿，同比+27.4%（追述 22Q1 业绩）/113.8%（不追述 22Q1 业绩）。投资端大幅改善是业绩高增的主因，23Q1 公司年化总投资收益率 5.6%，同比+1.6Pct；年化净投资收益率 3.2%，同比-0.8Pct。同时新会计准则的运用提振公司业绩（公司追述 22Q1 业绩时新保险合同准则 IFRS17 予以追述，IFRS9 新金融工具准则不予追述）。

2、寿险方面：个险或底部回升，银保高质量大增推动 NBV 超预期。

1) 公司 23Q1 整体实现 NBV39.7 亿，同比+16.6%，新单保费 327 亿，同比-12%。NBV 增速大幅领先新单保费增速，显示公司业务结构有所优化，期交保费占比提升带动 NBV margin 提升。

2) 个险方面：新单保费同比-6.0%至 122.8 亿，新单期交+4.2%至 84.4 亿。代理人渠道持续深化“三化五最”转型，丰富“金三角”产品和服务供给，核心队伍规模逐步企稳，核心人力占比同比提升，核心人力月人均收入均同比大幅提升。个险业务品质大幅改善，13 月继续率+6.8Pct 至 95.9%。

3) 银保方面：新单保费同比-17.1%至 111 亿，其中新单期交 29 亿，同比大增+399.1%，业务结构大幅改善显著提升银保渠道 NBV 贡献率。

3、财险方面：保费收入稳健增长，综合成本率优化。保费收入同比+16.8%至 575 亿元，其中车险收入同比 6.0%，非车险表现优于车险，收入同比+27.4%。新准则下综合成本率同比-1.2Pct 至 98.4%，业务盈利能力大幅改善。

4、新会计准则 IFRS17：对 23Q1 业绩进行拆分，可以发现保险服务业绩是主要利润贡献。

1) 保险服务业绩（包含保险服务收入、保险服务费用和分出部分）为 95.2 亿，同比+8.2%，预计占营业利润（定义为保险服务业绩+投资业绩）的比重为 57.5%，较 22Q1 下降 11Pct；

2) 23Q1/22Q1 投资业绩（包含投资部分收益和承保财务损益净额）70/41 亿元，对保险业务利润贡献度分别为 42.5%/31.5%。

投资观点：公司整体利润和负债端的表现超出预期，个险稳步复苏的情况下银保渠道业务结构大幅改善贡献新的 NBV 增量。我们判断，23 年全年年金险需求将保持高位，重疾新产品将为 NBV 带来增量，公司在寿险改革中处于领先地位，更能适配客户需求。考虑到未来资本市场波动预期，我们下调 2023-2025 年公司归母净利润预测分别至 289 亿、325 亿、371 亿，同比分别+15%、+13%、+14%（前次预测 2023-2025 分别为 309 亿、368 亿、431 亿）。我们预计公司 23H/23A 的 NBV 增速分别为 23%/16%。目前公司估值仍处于历史低位，公司 NBV 增速领先同业，维持“买入”评级。

风险提示：长端利率下行超预期；代理人增长不达预期；寿险改革进展不及预期。

投资评级

行业	非银金融/保险 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	31.21 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,845.04
流通 A 股股本(百万股)	6,845.04
A 股总市值(百万元)	213,633.74
流通 A 股市值(百万元)	213,633.74
每股净资产(元)	25.82
资产负债率(%)	88.23
一年内最高/最低(元)	32.38/17.92

作者

周颖婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060002
zhouyingjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中国太保-年报点评报告:Q4 价值复苏拐点确立，看好长期转型成效释放》2023-03-27
- 《中国太保-季报点评:Q3 净利大超预期，NBV 单季同比+2.5%预计领先同业，队伍质态持续提升》2022-10-30
- 《中国太保-半年报点评:NBV 同比-45.3%，EV 较年初+2.2%，基本符合预期，H2 业绩改善动力强劲》2022-08-29

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	440643	455372	506726	562999	610531
增长率(%)	4.37	3.34	11.28	11.11	8.44
归属母公司股东净利润(百万元)	26834	24609	28864	32516	37073
增长率(%)	9.15	-8.29	14.65	12.65	14.01
每股收益(元)	2.79	2.72	3.19	3.59	4.09
市盈率(P/E)	11.19	11.49	9.80	8.70	7.63
市净率(P/B)	1.32	1.31	1.20	1.11	1.02

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)						寿险保费	211685	225343	255529	281264	300739
每股收益	2.79	2.72	3.19	3.59	4.09	非寿险保费	152643	170377	192422	213799	241559
每股净资产	23.57	23.75	25.92	28.10	30.60	总保费及管理费收入	364328	395720	447951	495063	542299
每股内含价值	51.80	54.01	59.22	66.22	74.24	减: 分出保费	24934	25084	33859	36029	39282
每股新业务价值	1.39	0.96	1.11	1.22	1.34	净保费收入	339394	370636	414092	459035	503017
						减: 净提取未到期责任准备金	2313	4856	3788	5310	12506
价值评估 (倍)						已赚净保费	337081	365780	410305	453725	490511
P/E	11.19	11.49	9.80	8.70	7.63	投资收益	95457	81195	92550	105334	115021
P/B	1.32	1.31	1.20	1.11	1.02	营业收入	440643	455372	506726	562999	610531
P/EV	0.60	0.58	0.53	0.47	0.42	赔付及保户利益	338551	357185	385288	425375	454911
VNBX	-14.77	-23.83	-25.23	-28.67	-32.05	保险业务综合费用	71298	72954	87443	99359	111831
						营业费用	409849	430139	472731	524735	566742
盈利能力指标 (%)						营业利润	30794	25233	33995	38264	43790
净投资收益率	4.50%	4.30%	4.40%	4.60%	4.60%	税前利润	30796	25176	33745	38014	43540
总投资收益率	5.70%	4.20%	5.00%	5.30%	5.40%	所得税	3178	(64)	4049	4562	5399
净资产收益率	12.14%	10.81%	12.08%	12.52%	13.13%	归属于母公司股东的净利润	26834	24609	28864	32516	37073
总资产收益率	1.38%	1.13%	1.25%	1.29%	1.34%	少数股东损益	784	631	831	937	1068
财险综合成本率	99.00%	97.30%	97.60%	97.00%	96.70%						
财险赔付率	69.60%	68.50%	69.10%	68.70%	68.70%						
财险费用率	29.40%	28.80%	28.50%	28.30%	28.00%						
盈利增长 (%)						资产负债表 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润增长率	9.2%	-8.3%	17.3%	12.7%	14.0%	现金及存款投资	229064	237651	284004	312101	341775
内含价值增长率	8.5%	4.3%	9.6%	11.8%	12.1%	债权投资	1138303	1275793	1437846	1580098	1730329
新业务价值增长率	-24.8%	-31.4%	16.0%	10.0%	10.0%	股权投资	369517	425494	332015	364863	399553
						其他投资	75185	87345	130777	143716	157380
偿付能力充足率 (%)						总投资资产	1812069	2026283	2184642	2400778	2629037
偿付能力充足率 (集团)	266%	256%	274%	265%	265%	分保资产	30872	34396	25900	25900	25900
偿付能力充足率 (寿险)	218%	218%	229%	222%	223%	其他资产	103223	115620	94224	97552	101429
偿付能力充足率 (产险)	288%	202%	260%	250%	237%	资产总计	1946164	2176299	2304766	2524230	2756365
						保险合同负债	1385333	1557918	1730286	1928043	2135233
内含价值 (百万元)						投资合同负债	102843	120029	95000	95000	95000
调整后净资产	287,213	321,679	360,280	403,514	451,935	次级债	9995	9999	9999	9999	9999
有效业务价值	211,096	197,942	209,402	233,506	262,372	其他负债	215588	254225	213801	213802	213803
内含价值	498,309	519,621	569,682	637,019	714,307	负债总计	1713759	1942171	2049086	2246844	2454035
一年新业务价值	13,412	9,205	10,678	11,746	12,920	实收资本	9620	9620	9620	9620	9621
核心内含价值回报率	10.28%	10.18%	10.08%	10.09%	10.09%	归属于母公司股东权益	226741	228446	249314	270285	294357
						少数股东权益	5664	5682	6365	7102	7973
寿险新业务保费 (百万)						负债和所有者权益合计	1946164	2176299	2304766	2524230	2756365
短险和趸缴新单保费	4,466	3,150	3,623	4,057	4,422						
期缴新单保费	24,761	19,793	22,762	25,493	27,788						
新业务合计	29,227	22,943	26,384	29,551	32,210						
新业务保费增长率	0.66%	-21.50%	15.00%	12.00%	9.00%						
标准保费	25208	20108	23124	25899	28230						
标准保费增长率 (%)	11.13%	-20.23%	15.00%	12.00%	9.00%						

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com