

**投资评级 优于大市 维持**

## NBV、净利润均实现两位数正增长

### 股票数据

04月28日收盘价(元)	31.21
52周股价波动(元)	17.92-31.70

### 股本结构

总股本(百万股)	9620
流通A股(百万股)	6845.041455
B股/H股(百万股)	0/2775

### 相关研究

《长航转型成效显著,寿险NBV重回向上趋势,产险承保端优于同业》

2023.03.27

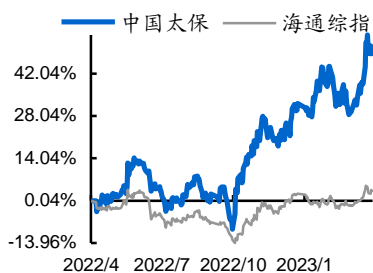
《太保1月保费点评:产险保费实现两位数增长,寿险增速短期承压》

2023.02.18

《长风破浪会有时,太保巨轮稳致远》

2023.01.04

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	22.8	14.5	19.3
相对涨幅(%)	23.4	15.9	23.9

资料来源:海通证券研究所

### 投资要点:

- 【事件】中国太保公布2023年一季度业绩: 1)营业收入944亿元,同比+19.4%。2)归母净利润116亿元,同比+27.4%。3)NBV达39.7亿元,同比+16.6%。4)归母净资产2484亿元,较年初+26.4%。5)加权ROE为4.9%,同比+0.2pct。**
- 公司从2023Q1起开始执行新会计准则,保险服务业绩实现正增长,承保财务损失大幅增加。**1)保险服务收入654亿元,同比+6.9%。其中,太保寿险实现保险服务收入220亿元,同比下降5.5%;太保产险实现保险服务收入430亿元,同比增长14.1%。2)保险服务业绩(保险服务收入-保险服务费用-分出保费的分摊+摊回保险服务费用)为95.2亿元,同比+8.2%。3)承保财务损失(代表保单资金成本)为-205亿元,同比+55.6%。
- 寿险:NBV实现正增长,人力指标企稳回升。**1)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%。我们认为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业务质量的大幅改善。2)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。我们认为核心人力各指标的大幅改善代表着代理人渠道改革成效的逐渐显现,我们看好公司人力端各项指标继续企稳回升。3)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。
- 产险:非车业务大幅增长,综合成本率继续改善。**1)综合成本率98.4%,同比-1.2pct。主要是公司持续强化品质管控,推动成本同比优化。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%。
- 投资:受权益市场上涨影响,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)未年化净投资收益率0.8%,同比-0.2pct;未年化总投资收益率1.4%,同比+0.4pct,我们认为总投资收益率的提升主要受益于权益市场的上涨。
- 估值仍低,“优于大市”评级。**我们看好公司聚焦价值主线,稳健经营,“长航行动”推进人身险板块纵深转型,代理人渠道持续深化“三化五最”转型,财产险板块持续强化品质管控,成本同比优化。预计伴随宏观经济好转,保险消费需求回暖亦将有利于行业保费复苏。截至2023年4月27日,公司股价对应2023E PEV 0.5x。我们给予公司0.6-0.7倍2023年PEV,合理价值区间35.84-41.81元,“优于大市”评级。
- 风险提示:长端利率趋势性下行;新单保费增长不达预期。**

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	440643	455372	502958	547447	595632
(+/-)YoY(%)	4.37%	3.34%	10.45%	8.85%	8.80%
净利润(百万元)	26834	24609	29312	31617	25759
(+/-)YoY(%)	9.15%	-8.29%	19.11%	7.86%	-18.53%
EPS(元)	2.79	2.56	3.05	3.29	2.68
BVPS(元)	23.57	23.75	26.65	29.82	31.92
EV(元)	51.80	54.01	59.73	66.82	75.26
1YrVNB(元)	1.39	0.96	1.05	1.15	1.26

资料来源:公司年报(2021-2022),海通证券研究所

备注:1)净利润为归属母公司所有者的净利润;2)盈利预测相关数据采用旧会计准则

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@haitong.com

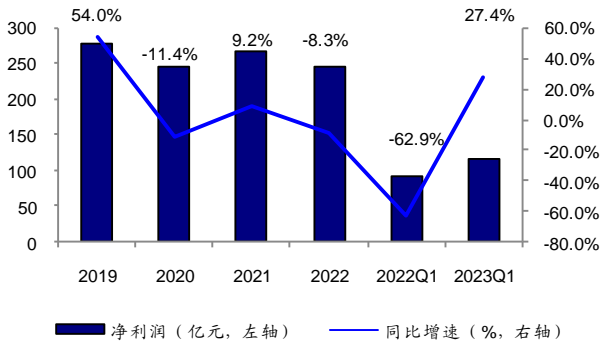
证书:S0850515040002

联系人:曹鲲鹏

Tel:010-56760090

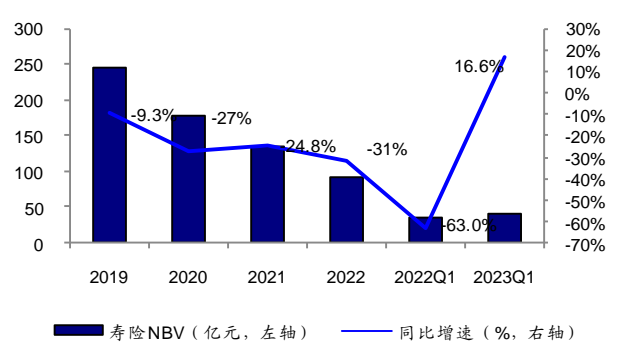
Email:ck14023@haitong.com

图1 中国太保净利润变动情况



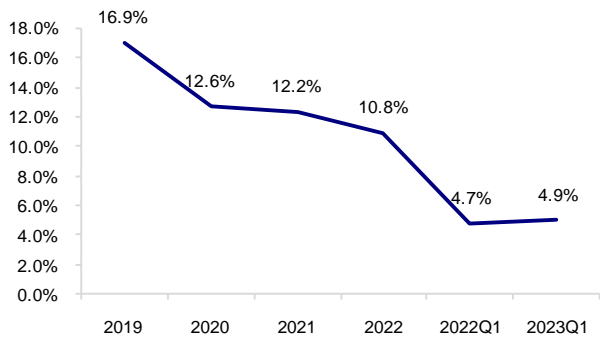
资料来源：公司历年年报、2022-2023 年一季报，海通证券研究所

图2 中国太保寿险新业务价值变动情况



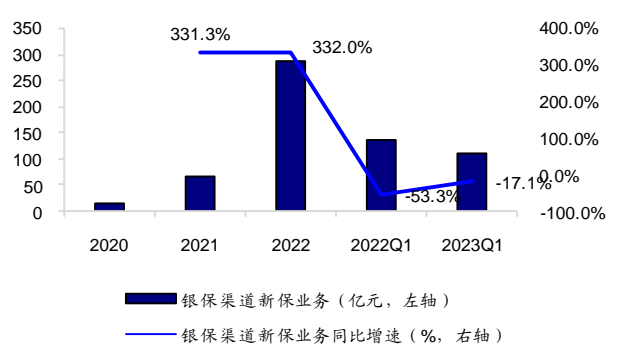
资料来源：公司历年年报、2022-2023 年一季报，海通证券研究所

图3 中国太保 ROE 变动情况



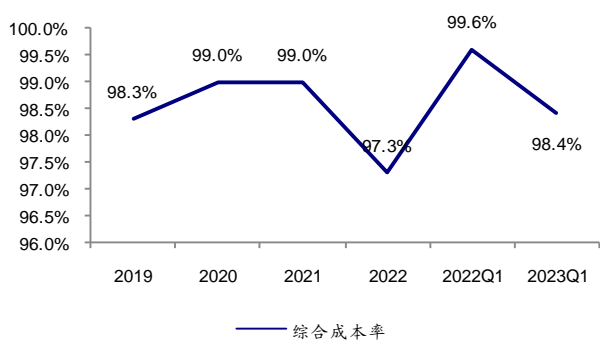
资料来源：公司历年年报、2022-2023 年一季报，海通证券研究所

图4 中国太保银保渠道新保业务变动情况



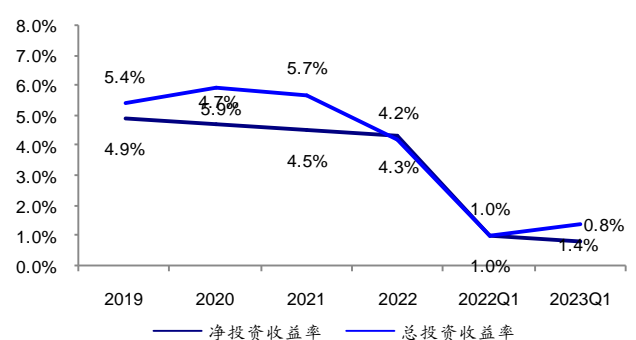
资料来源：公司历年年报、2022-2023 年一季报，海通证券研究所

图5 中国太保产险综合成本率变动情况



资料来源：公司历年年报、2022-2023 年一季报，海通证券研究所

图6 中国太保总、净投资收益率变动情况



资料来源：公司历年年报、2022-2023 年一季报，海通证券研究所

表 1 新会计准则下中国太保资产负债表主要科目变化情况 (亿元)

	旧准则 (2022)	新准则 (2022)	新准则影响金额	变动
总资产	21763	20713	-1,050	-4.8%
总负债	19422	18697	-725	-3.7%
净资产	2284	1965	-320	-14.0%

资料来源: 中国太保 2023 年一季报、2022 年报, 海通证券研究所

表 2 新会计准则下中国太保利润表主要科目变化情况 (亿元)

	旧准则 (2022Q1)	新准则 (2022Q1)	新准则影响金额	变动
营业收入	1466	791	-675	-46.1%
营业支出	1405	680	-725	-51.6%
营业利润	60	110	50	82.7%
归母净利润	54	91	37	67.9%

资料来源: 中国太保 2022-2023 年一季报, 海通证券研究所

**表 3 上市保险公司估值及盈利预测**

证券简称	价格	EV (元)			1YrVNB (元)		
		人民币元	2022	2023E	2024E	2022	2023E
中国平安-A	51.80	77.89	84.35	92.32	1.58	1.77	2.02
中国人寿-A	39.00	43.54	47.62	51.95	1.27	1.32	1.46
新华保险-A	38.85	81.93	88.73	96.65	0.78	0.85	0.95
中国太保-A	31.21	54.01	59.73	66.82	0.96	1.05	1.15
中国人保-A	6.22	6.41	7.13	8.01	0.08	0.09	0.10

证券简称	价格	P/EV (倍)			VNBX (倍)		
		人民币元	2022	2023E	2024E	2022	2023E
中国平安-A	51.80	0.67	0.61	0.56	-16.55	-18.37	-20.09
中国人寿-A	39.00	0.90	0.82	0.75	-3.56	-6.54	-8.86
新华保险-A	38.85	0.47	0.44	0.40	-55.46	-58.38	-60.95
中国太保-A	31.21	0.58	0.52	0.47	-23.83	-27.09	-30.90
中国人保-A	6.22	0.97	0.87	0.78	-2.22	-10.03	-17.76

证券简称	价格	EPS (元)			BVPS (元)		
		人民币元	2022	2023E	2024E	2022	2023E
中国平安-A	51.80	4.58	6.36	7.33	46.97	50.69	55.64
中国人寿-A	39.00	1.14	1.58	1.98	15.43	16.79	18.37
新华保险-A	38.85	3.15	3.66	4.72	32.98	36.03	41.64
中国太保-A	31.21	2.56	3.05	3.29	23.75	26.65	29.82
中国人保-A	6.22	0.55	0.64	0.74	5.01	5.49	6.04

证券简称	价格	P/E (倍)			P/B (倍)		
		人民币元	2022	2023E	2024E	2022	2023E
中国平安-A	51.80	11.30	8.14	7.06	1.10	1.02	0.93
中国人寿-A	39.00	34.36	24.65	19.69	2.53	2.32	2.12
新华保险-A	38.85	12.34	10.62	8.23	1.18	1.08	0.93
中国太保-A	31.21	12.20	10.24	9.50	1.31	1.17	1.05
中国人保-A	6.22	11.27	9.76	8.35	1.24	1.13	1.03

资料来源: 保险公司历年财报, Wind, 海通证券研究所 (基于 2023 年 4 月 28 日收盘价)

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					寿险保费	225343	242289	264237	288302
每股收益	2.56	3.05	3.29	2.68	非寿险保费	170377	187415	206156	226772
每股净资产	23.75	26.65	29.82	31.92	总保费及管理费收入	395720	429704	470393	515074
每股内含价值	54.01	59.73	66.82	75.26	减: 分出保费	25084	32075	35221	38678
每股新业务价值	0.96	1.05	1.15	1.26	净保费收入	370636	397629	435172	476396
<b>价值评估 (倍)</b>					减: 净提取未到期责任准备金	4856	9127	8061	8781
P/E	12.20	10.24	9.50	11.66	已赚净保费	365780	388502	427112	467614
P/B	1.31	1.17	1.05	0.98	投资收益	81195	92785	99657	106545
P/EV	0.58	0.52	0.47	0.41	<b>营业收入</b>	<b>455372</b>	<b>502958</b>	<b>547447</b>	<b>595632</b>
VNBX	-23.83	-27.09	-30.90	-34.90	赔付及保户利益	357185	328943	357755	391009
<b>盈利能力指标 (%)</b>					保险业务综合费用	72954	135172	147779	170512
净投资收益率	4.3%	5.7%	5.8%	5.8%	<b>营业费用</b>	<b>430139</b>	<b>464114</b>	<b>505533</b>	<b>561521</b>
总投资收益率	4.2%	5.2%	5.2%	5.2%	<b>营业利润</b>	<b>25233</b>	<b>38844</b>	<b>41913</b>	<b>34111</b>
净资产收益率	10.8%	11.4%	11.0%	8.4%	<b>税前利润</b>	<b>25176</b>	<b>39044</b>	<b>42113</b>	<b>34311</b>
总资产收益率	1.13%	1.38%	1.39%	1.06%	所得税	-64	8980	9686	7892
财险综合成本率	<b>97.3%</b>	<b>98.1%</b>	<b>97.9%</b>	<b>97.7%</b>	<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>24609</b>	<b>29312</b>	<b>31617</b>	<b>25759</b>
财险赔付率	68.5%	68.9%	68.8%	68.7%	少数股东损益	631	752	811	660
财险费用率	28.8%	29.2%	29.1%	29.0%					
<b>盈利增长 (%)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
净利润增长率	-8.3%	19.1%	7.9%	-18.5%	现金及存款投资	276728	247735	266083	284472
内含价值增长率	4.3%	10.6%	11.9%	12.6%	债权投资	1261265	1142294	1226896	1311690
新业务价值增长率	-31.4%	10.0%	9.5%	9.5%	股权投资	443447	320358	344085	139355
<b>偿付能力充足率 (%)</b>					其他投资	44843	338327	362456	615150
偿付能力充足率 (集团)	256%	256%	256%	256%	总投资资产	<b>2026283</b>	<b>2048714</b>	<b>2199519</b>	<b>2350666</b>
偿付能力充足率 (寿险)	218%	218%	218%	218%	分保资产	34396	6978	6988	7001
偿付能力充足率 (产险)	202%	202%	202%	202%	其他资产	115620	64838	67980	71527
<b>内含价值 (百万元)</b>					<b>资产总计</b>	<b>2176299</b>	<b>2120531</b>	<b>2274487</b>	<b>2429194</b>
调整后净资产	292790	327925	367276	411349	保险合同负债	1557918	1667563	1788838	1921352
有效业务价值	226831	246669	275532	312633	投资合同负债	120029	42008	42009	42009
内含价值	519621	574593	642808	723981	次级债	9999	2000	2000	2000
一年新业务价值	9205	10126	11087	12141	其他负债	254225	146634	148444	150258
核心内含价值回报率 (%)	10.24%	10.51%	10.65%	10.64%	<b>负债总计</b>	<b>1942171</b>	<b>1858205</b>	<b>1981291</b>	<b>2115618</b>
<b>寿险新业务保费 (百万元)</b>					实收资本	9620	9620	9620	9620
趸缴新单保费	3150	3150	3150	3150	<b>归属于母公司股东权益</b>	<b>228446</b>	<b>256341</b>	<b>286841</b>	<b>307110</b>
期缴新单保费	63221	72424	83123	95584	少数股东权益	5682	5985	6355	6466
新业务合计	66371	75574	86273	98734	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>2176299</b>	<b>2120531</b>	<b>2274487</b>	<b>2429194</b>
新业务保费增长率 (%)	35.7%	13.9%	14.2%	14.4%					
标准保费	63536	72739	83438	95899					
标准保费增长率 (%)	41.55%	14.48%	14.71%	14.93%					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

注: 盈利预测相关财务数据采用旧会计准则进行计算

## 信息披露

### 分析师声明

孙婷 银行行业、非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 兴业银行, 中信银行, 浙商银行, 第一创业, 江苏银行, 沪农商行, 中国太保, 国金证券, 邮储银行, 杭州银行, 光大证券, 东吴证券, 宁波银行, 东方财富, 建设银行, 中信证券, 中国人寿, 国泰君安, 华兴资本控股, 苏州银行, 江苏金租, 瑞达期货, 上海银行, 兴业证券, 交通银行, 中国银行, 招商证券, 东亚银行, 渣打集团

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现 为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的 公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅 相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 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。	股票投资评 级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评 级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。