

买入（维持）

长航焕发新风采，增效提质筑根基

中国太保（601601）深度报告

2023 年 4 月 27 日

投资要点：

分析师：卢立亭

SAC 执业证书编号：

S0340518040001

电话：0769-22177163

邮箱：luliting@dgzq.com.cn

研究助理：吴晓彤

SAC 执业证书编号：

S0340122060058

电话：0769-22119430

邮箱：

wuxiaotong@dgzq.com.cn

主要数据 2023 年 4 月 26 日

收盘价(元)	29.41
总市值(亿元)	2,574.94
总股本(百万股)	9,620.34
流通股本(百万股)	6,845.04
ROE(TTM)	10.77%
12 月最高价(元)	30.90
12 月最低价(元)	23.62

股价走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

- **国内领先的综合性保险集团。**中国太保是首家A+H+G（上海、香港、伦敦）三地上市的保险公司，保险牌照齐全，客户群体日益壮大，个人客户交叉渗透率不断提升。2022年中国太保保持定力，专注保险主业，已赚保费同比增长8.64%，增速在上市险企中排名第一，内含价值增速居上市险企首位，整体偿付能力保持充足。中国太保重视股东合理回报，坚持稳健的高分红政策，分红率高踞榜首。
- **太保寿险：深化长航转型，银保渠道 NBV 贡献提升。**太保寿险是内含价值的核心来源。2022 年太保寿险保费收入同比增速扭负为正，同比增长 6.5%，新保收入增速逐季提升。在“长航行动”指引下，公司正在打造“三化五最”的代理人队伍。核心人力产能提升，夯实太保寿险价值稳定基础，2022Q3 单季新业务价值同比增速率先转正。除塑造高质量队伍提升人力产能外，太保寿险还积极拓宽多元渠道布局，秉持价值银保定位，银保渠道价值贡献持续提升。
- **太保产险：净利润增长亮眼，综合成本率 10 年最优。**2022 年，太保产险保费收入、净利润增速领跑同业，车险盈利能力稳健，新能源车保费快速增长。非车险保费占比提升，新兴领域保持较快增长势头。企财险、意外险、工程险综合成本率不断优化，业务品质持续向好。
- **投资风格稳健，信用风险整体可控。**公司坚持“价值投资、长期投资、稳健投资、责任投资”的理念，管理资产规模保持稳健增长。2023 年，我国经济进入恢复增长期，长端利率已回升至 2.80%-2.90%区间，后续有望企稳，同时预计权益市场逐步回暖，投资价值将逐步显现，权益投资占比相对较高的中国太保投资收益改善弹性将更大。
- **投资建议：维持中国太保“买入”评级。**我们预计中国太保2023-2024年营收增速分别为9.11%、9.18%，归母净利润增速为19.14%、15.19%，每股内含价值为59.41元和64.76元，当前股价对应的PEV为0.50和0.45倍。
- **风险提示：**代理人流失超预期、产能提升不及预期、银保渠道发展不及预期导致保费增速下滑的风险；长端利率快速下行导致资产端投资收益率超预期下滑的风险；监管政策持续收紧导致新保单销售难度加大的风险。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 国内领先的综合性保险集团	4
1.1 保险牌照齐全，股权分散	4
1.2 客户群体庞大，交叉渗透率提升	5
1.3 保费增速领先，分红率高居榜首	6
2. 太保寿险：深化长航转型，银保渠道 NBV 贡献提升	8
2.1 太保寿险是内含价值的核心来源	8
2.2 打造“长航”新引擎，加速布局健养生态圈	10
2.3 塑造银保渠道增长新动能，价值贡献持续提升	14
3. 太保产险：净利润增长亮眼，综合成本率 10 年最优	15
4. 投资风格稳健，信用风险整体可控	17
5. 投资建议与盈利预测	19
6. 风险提示	19

插图目录

图 1：中国太保历史沿革	4
图 2：中国太保前十名股东持股情况（截至 2022 年末）	5
图 3：中国太保集团客户数（万人）	5
图 4：中国太保持有两张及以上、多家子公司保单的个人客户数（万人）	6
图 5：中国太保个人客户客均保单件数（件）	6
图 6：中国太保营业收入与同比增速（亿元，%）	6
图 7：中国太保营运利润与同比增速（亿元，%）	6
图 8：上市险企保费增速排名（%）	7
图 9：上市险企 ROE 对比（%）	7
图 10：中国太保内含价值与同比增速（亿元，%）	7
图 11：中国太保有效业务价值与同比增速（%）	7
图 12：太保综合偿付能力充足率（%）	8
图 13：太保核心偿付能力充足率（%）	8
图 14：中国太保每股分红（元）	8
图 15：上市险企 2022 年分红率排名（%）	8
图 16：太保寿险保险业务收入（亿元，%）	9
图 17：中国太保保险业务收入结构（%）	9
图 18：中国太保归母净利润结构（%）	9
图 19：太保寿险保险业务收入按业务类型划分（%）	10
图 20：太保寿险长航计划行动纲领	11
图 21：太保寿险月均保险营销员（千名）	12
图 22：太保寿险保险营销员月人均首年保险业务收入（元，%）	12
图 23：太保寿 13 个月保单继续率和保险营销员月均举绩率（%）	12
图 24：上市险企退保率对比（%）	12
图 25：太保寿险内含价值（亿元，%）	13
图 26：太保 2022 寿险单季度新业务价值（%）	13
图 27：太保康养产业布局	13
图 28：太保寿险保险业务收入按渠道划分（%）	14
图 29：太保寿险银保渠道保险业务收入（百万元，%）	14
图 30：上市险企 2022 年寿险银保渠道保险业务收入同比增速排名（%）	14

图 31：太保产险保费收入（单位：亿元，%）	15
图 32：太保产险综合成本率（单位：%）	15
图 33：太保车险保费收入（单位：亿元，%）	16
图 34：太保车险综合成本率（单位：%）	16
图 35：太保产险保费收入结构（单位：%）	16
图 36：太保非车险保费收入结构（单位：%）	16
图 37：太保集团管理资产增长情况（单位：亿元，%）	17
图 38：太保投资资产结构（单位：%）	17
图 39：上市险企总投资收益率（单位：%）	18
图 40：上市险企净投资收益率（单位：%）	18
图 41：10 年国债收益率与沪深 300 涨跌幅（%）	19

表格目录

表 1：太保 2022 年非车险保费明细	17
表 2：太保 2022 年非公开市场融资工具的结构和收益率分布	18
表 3：中国太保盈利预测简表	20

1. 国内领先的综合性保险集团

1.1 保险牌照齐全，股权分散

首家 A+H+G 三地上市的保险公司，拥有保险全牌照。中国太平洋保险（集团）股份有限公司（以下称“中国太保”）是在 1991 年 5 月 13 日成立的中国太平洋保险公司基础上组建而成的保险集团公司，是国内领先的综合性保险集团，也是首家 A+H+G（上海、香港、伦敦）三地上市的保险公司。中国太保拥有涵盖人寿保险、财产保险、养老保险、健康保险、农业保险和资产管理等在内的保险全牌照，为客户提供全方位风险保障解决方案、财富规划和资产管理服务。公司连续十二年入选美国《财富》世界 500 强企业，2022 年位列第 182 位。

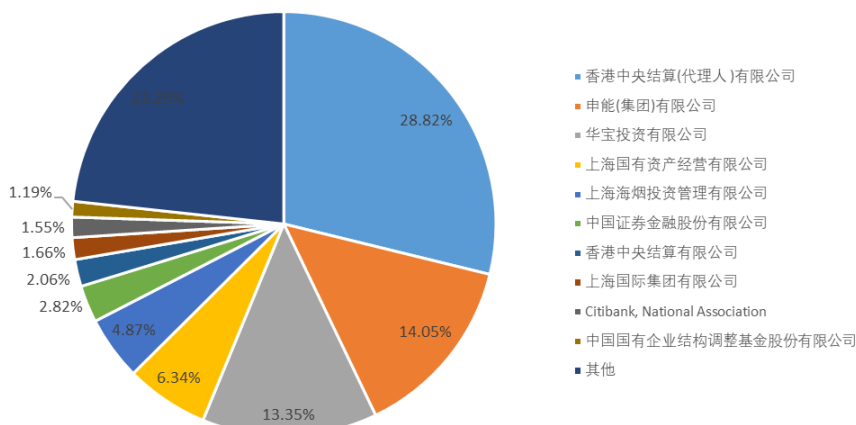
图1：中国太保历史沿革



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

公司股权结构较为分散。截至 2022 年末，公司主要股东的各个最终控制人都无法实际支配公司行为，因此公司不存在控股股东，也不存在实际控制人。前五大股东分别为香港中央结算（代理人）有限公司、申能（集团）有限公司、华宝投资有限公司、上海国有资产经营有限公司和上海海烟投资管理有限公司，持股比例分别为 28.82%、14.05% 和 13.35%、6.34%和 4.87%。

图2：中国太保前十名股东持股情况（截至2022年末）

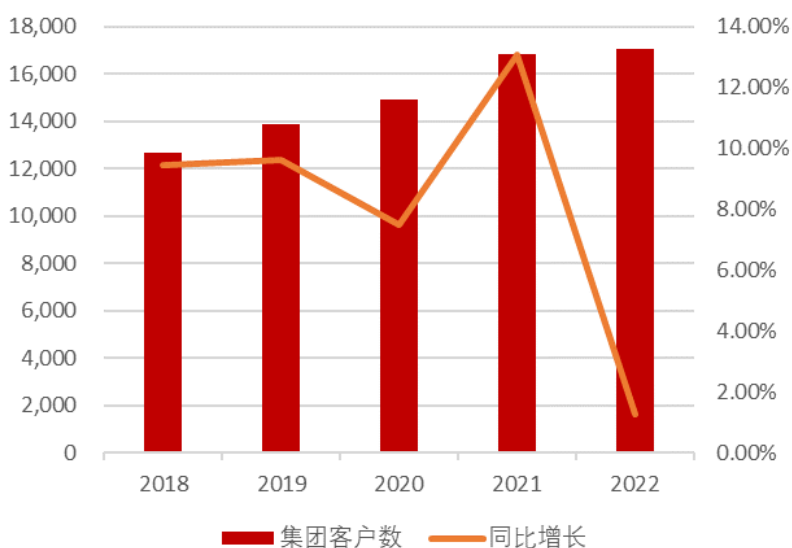


资料来源：公司公告，东莞证券研究所

1.2 客户群体庞大，交叉渗透率提升

客户群体日益壮大。中国太保坚持客户导向，致力于为客户提供便捷、高效的产品服务解决方案，服务客户的广度和深度持续提升，客户数量从2017年的1.16亿增长到2022年的1.71亿，其中，个人客户数达1.68亿人，较2021年末增长1.20%。2022年末，太保寿险长险年化保费1.5万元及以上客户数同比+6.36%至251万人，太保产险车险第三者责任险百万及以上保额客户数同比+4.00%至2287万人，高保额客户逐年壮大。

图3：中国太保集团客户数（万人）

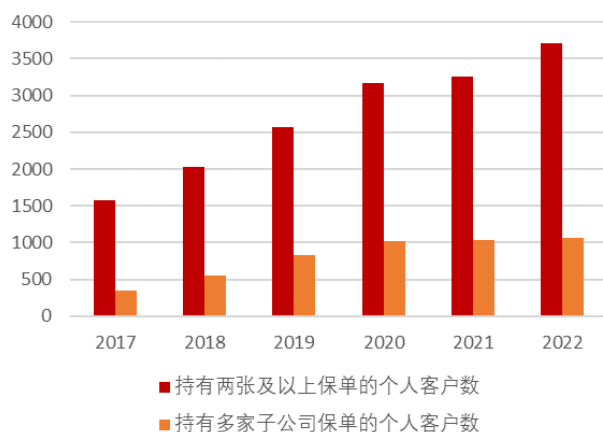


资料来源：公司公告，东莞证券研究所

个人客户交叉渗透率不断提升。中国太保不断丰富协同生态，持续提升客户价值。集团内跨板块的个人客户交叉渗透率不断提升，截至2022年底，个人客户客均保单件

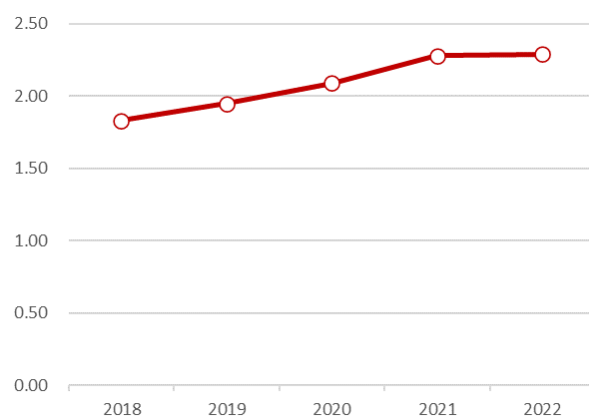
数达 2.29 件，持有两张及以上保单的个人客户数超 3700 万，持有多家子公司保单的个人客户数达 1061 万。同时，战略客户协同价值不断增强，战略客户朋友圈达 802 家，战略客户中持有不同子公司合约的家数占比超 50%。

图4：中国太保持有两张及以上、多家子公司保单的个人客户数（万人）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图5：中国太保个人客户客均保单件数（件）

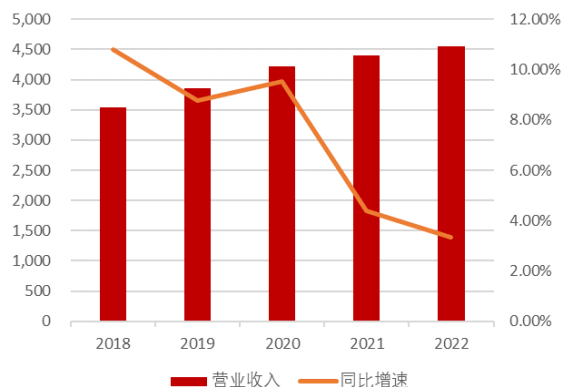


资料来源：公司公告，东莞证券研究所

1.3 保费增速领先，分红率高踞榜首

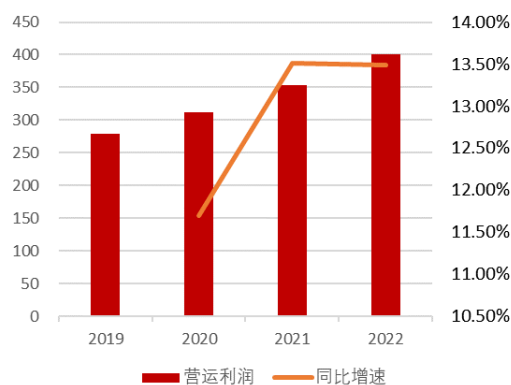
专注保险主业，2022 年保费增速领先同业。2022 年，保险业资产端和负债端同时承压，一方面，权益市场波动导致投资收益下滑，另一方面，疫情冲击导致线下展业受限、居民储蓄意愿增强，保费收入增长放缓。在多重考验下，2022 年中国太保保持定力，专注保险主业，已赚保费同比增长 8.64%，增速在上市险企中排名第一。2022 年，中国太保营业收入与归母净利润分别同比+3.34%和-8.29%，在上市险企中均排名第二，其中已赚保费、投资收益分别贡献营收 81.01%和 17.83%；营运利润为 401.15 亿元，同比增长 13.5%。2018 年以来，中国太保净资产收益率（ROE）稳定在 10%以上，波动幅度相对同行较小。

图6：中国太保营业收入与同比增速（亿元，%）



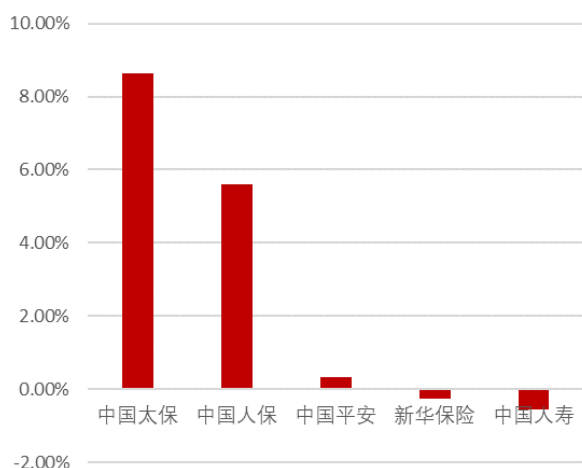
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图7：中国太保营运利润与同比增速（亿元，%）



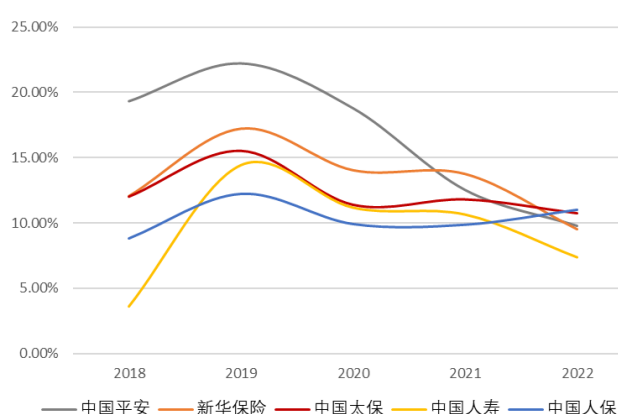
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图8：上市险企保费增速排名（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

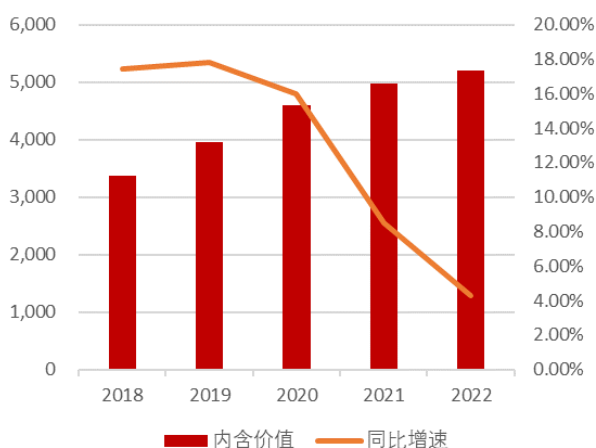
图9：上市险企ROE对比（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

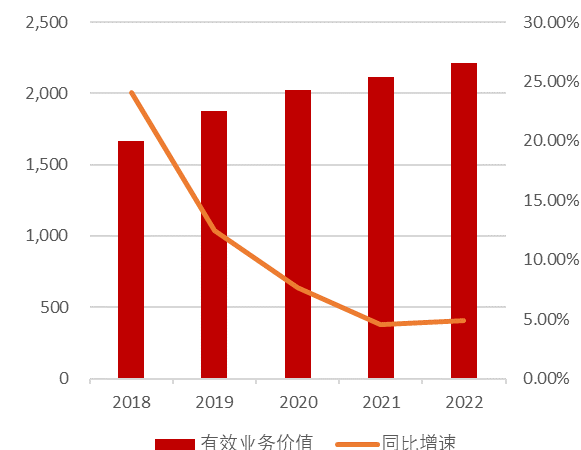
内含价值增速居上市险企首位。2022 年，中国太保内含价值为 5,196.21 亿元，较 2021 年末增长 4.28%，增速在上市险企中排名第一，其中有效业务价值为 2,214.79 亿元，较 2021 年末增长 4.92%。

图10：中国太保内含价值与同比增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

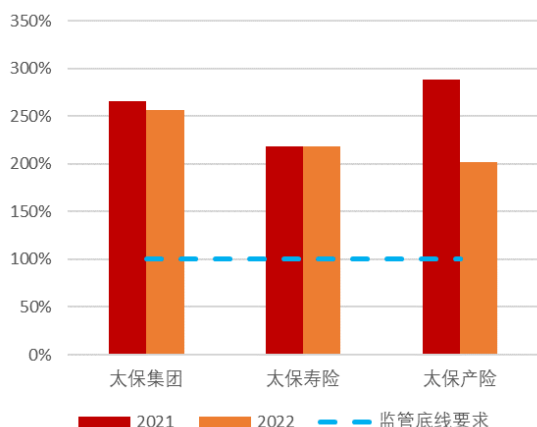
图11：中国太保有效业务价值与同比增速（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

整体偿付能力保持充足。2022 年 1 月 1 日起正式实施《保险公司偿付能力监管规则（II）》，对险企的资本认定更加严格，新规实施后险企的偿付能力充足率普遍下滑，截至 2022 年末，太保集团、太保寿险、太保产险、太平洋健康险、太平洋安信农险的偿付能力充足率均明显高于监管要求，偿付能力可观。

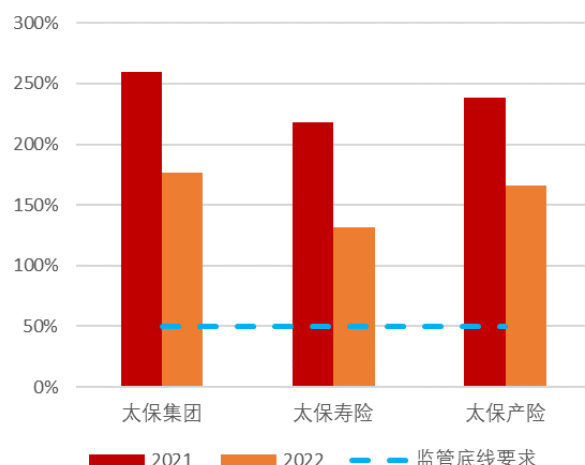
图12：太保综合偿付能力充足率（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

注：2022年12月31日的偿付能力数据为偿二代二期规则下的计量结果，用于比较的2021年末偿付能力数据仍为原规则下的计量结果。

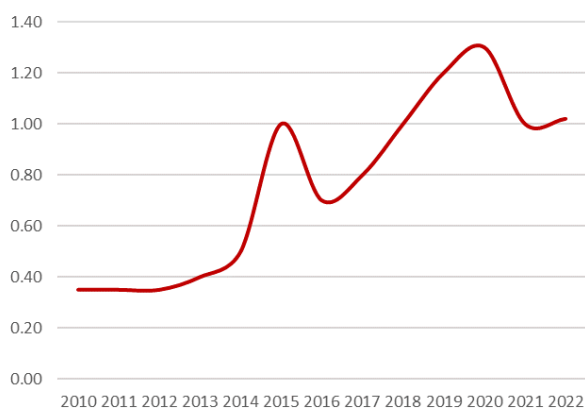
图13：太保核心偿付能力充足率（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

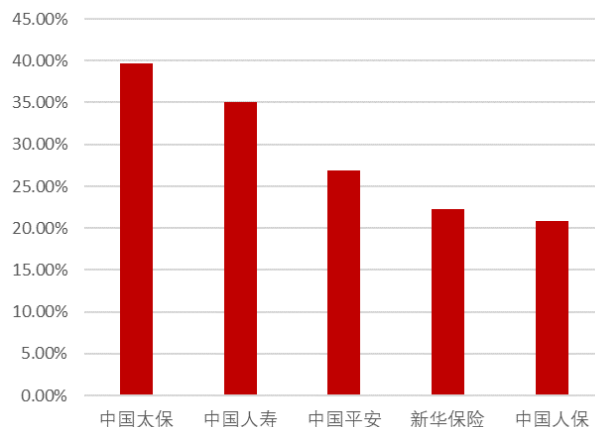
分红率高居榜首。中国太保重视股东合理回报，坚持稳健的高分红政策。上市以来，累计分红16次，累计分红金额超710亿元，每股分红由2010年的0.35元增加至2022年的1.02元，近五年平均分红率高达44.28%，远超其他上市险企。

图14：中国太保每股分红（元）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图15：上市险企2022年分红率排名（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

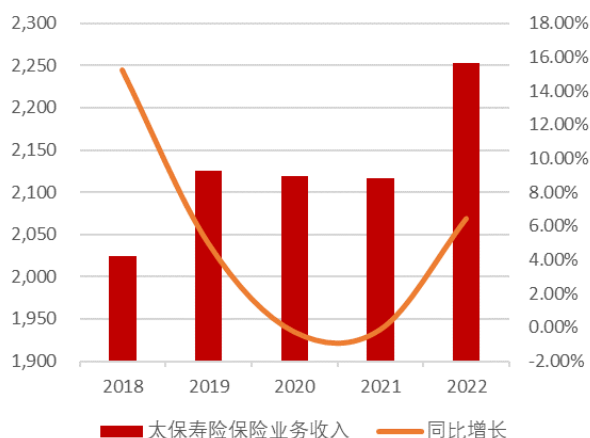
2. 太保寿险：深化长航转型，银保渠道NBV贡献提升

2.1 太保寿险是内含价值的核心来源

太保寿险是内含价值的核心来源。2022年，面对充满挑战的外部环境，太保寿险坚定发展信心，牢牢把握高质量发展主线，保险业务收入稳健增长，发展呈现较强韧性。

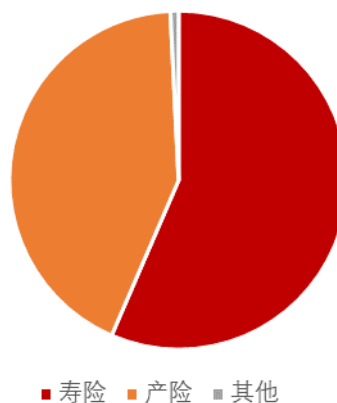
2022 年太保寿险保费收入同比增速扭负为正，同比增长 6.45%，其中，新保收入同比增长 35.80%，新保收入增速逐季提升。2022 年，太保寿险分别贡献集团内含价值、保险业务收入与归母净利润的 76.63%、56.50%和 66.96%。

图16：太保寿险保险业务收入（亿元，%）



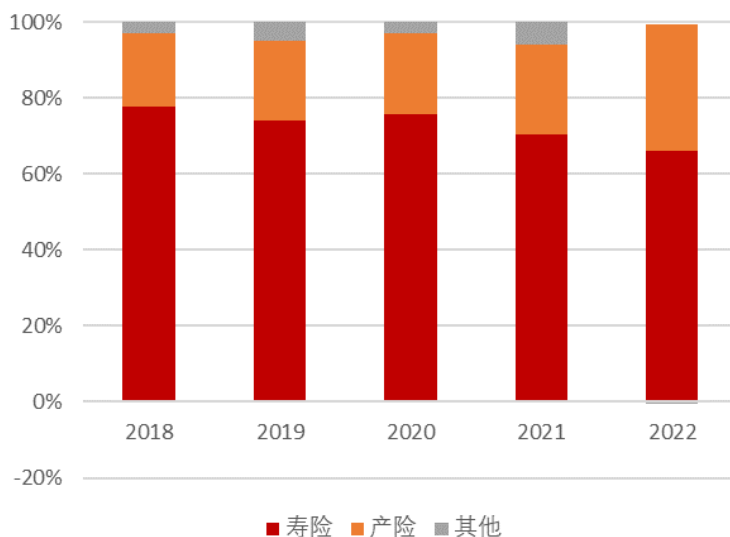
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图17：中国太保保险业务收入结构（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图18：中国太保归母净利润结构（%）

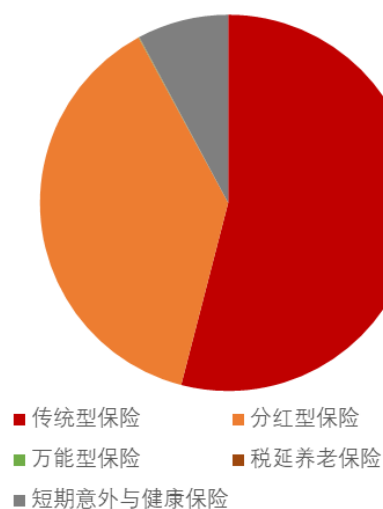


资料来源：公司公告，东莞证券研究所

寿险以传统型和分红型保险为主。按业务类型划分，太保寿险以客户需求为导向，围绕健康、财富和养老三大核心需求，不断丰富产品供给，持续升级“产品+服务”金三角体系，寿险保险业务收入占比较大的为传统型和分红型保险，占比分别为 54.02%和 38.07%。2022 年，中国太保实现传统型保险业务收入 1,217.27 亿元，同比增长 13.70%，其中长期健康型保险 464.65 亿元，同比下降 3.47%；受费率市场化、利率下行等因素影

响，分红型保险业务收入 857.99 亿元，同比下降 1.08%。

图19：太保寿险保险业务收入按业务类型划分（%）



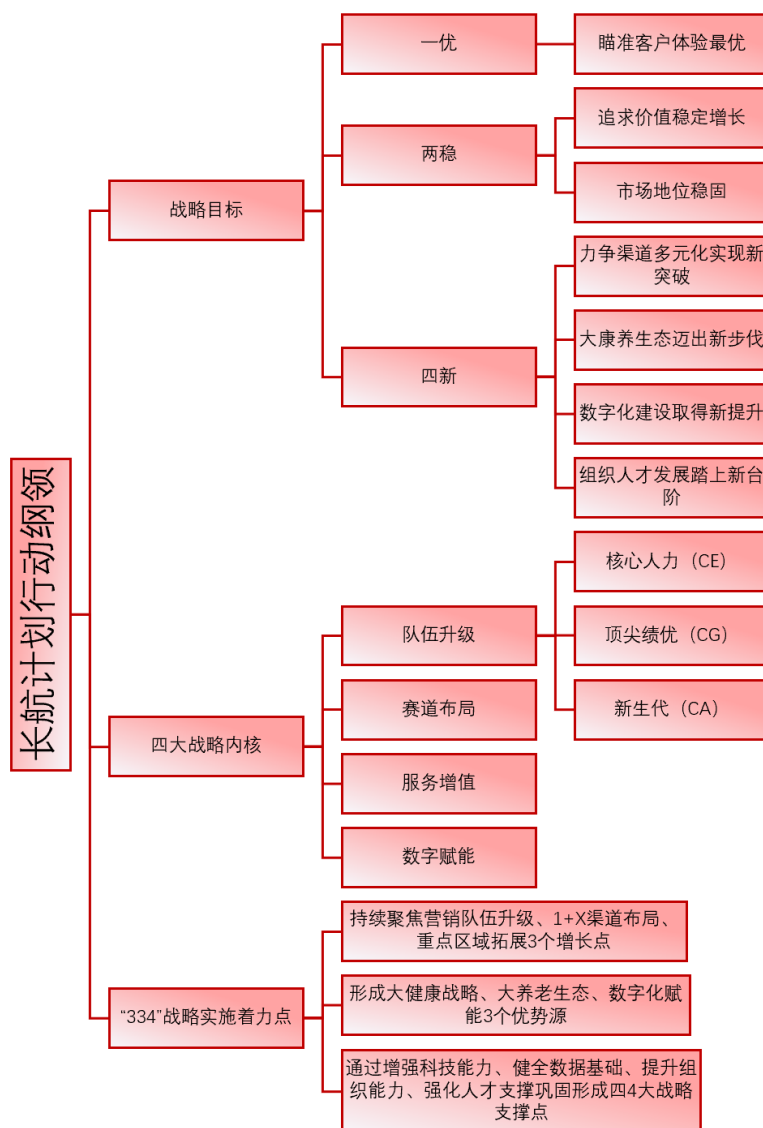
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

2.2 打造“长航”新引擎，加速布局健养生态圈

太保寿险全力打造“长航”新引擎。代理人管理的短期化、即期性、留存率低一直是寿险甚至整个保险行业的痛点，为驱动代理人队伍发展模式深度转变，逐步形成与公司长期合作，共同成长的局面，中国太保在 2021 年创新推出“长航行动”，大力推动代理人队伍转型，进一步聚焦代理人队伍内质提升和产能升级，秉持长期主义理念，以“打造服务体验最佳的寿险公司，做寿险行业的长期主义者”为使命愿景，提出“一优、两稳、四新”的战略目标，通过实施职业营销、服务式营销、价值银保、产品+服务体系等系列项目集，推动并实现发展内核与关键模式的深度转变，以服务增值和科技赋能打造新动能。

“芯”基本法稳步推进。在“长航行动”指引下，公司正在打造“三化五最”的代理人队伍。“三化”即职业化、专业化、数字化，“五最”指最丰厚的收入空间、最强大的创业平台、最温暖的太保服务、最专业的成长体系、最舒心的工作环境。职业化方面，坚持固优，推进“芯”基本法有效落地，队伍销售行为改善显著；坚持募优，打造“态U选”长航合伙人招募体系，推动养成常态化招募习惯；坚持升优，做透高端客户转化；推动“芯”职场优化升级，提升客户体验，赋能队伍经营。专业化方面，以客户需求为导向，推进“态幸福”销售管理系统体系化落地；打造个性化、实战型的训练体系，推动“全家全险全保障”，实现销售能力升级。数字化方面，持续推进覆盖客经、销售等全流程场景数字化经营，科技赋能水平持续提升。

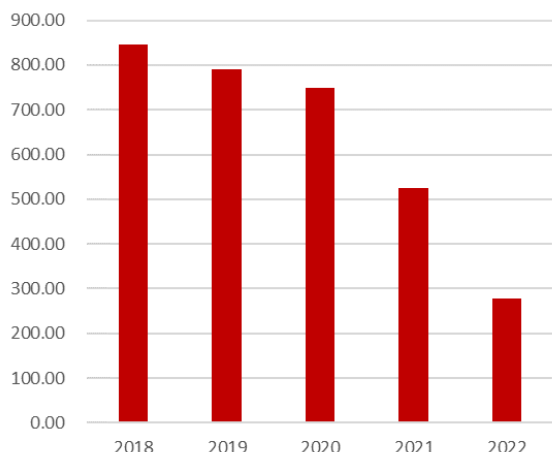
图20：太保寿险长航计划行动纲领



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

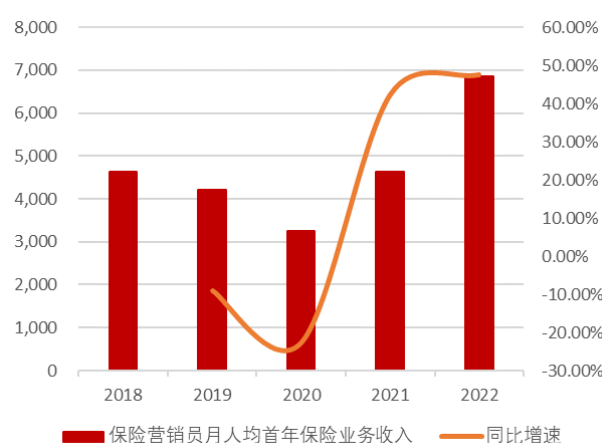
“长航”转型夯实队伍发展基础，核心人力产能提升。转型推进以来，“长航”行动与“芯”基本法成效显著，代理人队伍建设呈现向好趋势，职业化、专业化、数字化理念逐步深入人心。2022年，在清除“三虚”行动下，月均保险营销员降至27.9万名，同时核心人力产能、收入稳步提升，具体而言，核心人力月人均首年保险业务收入和首年佣金收入分别同比增长31.7%和10.3%；保险营销员月均举绩率同比提升11.30pcts，保险营销员月人均首年保险业务收入同比增速高达47.56%；13个月保单继续率提升7.70pcts，退保率为1.50%，同比下降0.20pct，仅次于中国人寿。

图21：太保寿险月均保险营销员（千名）



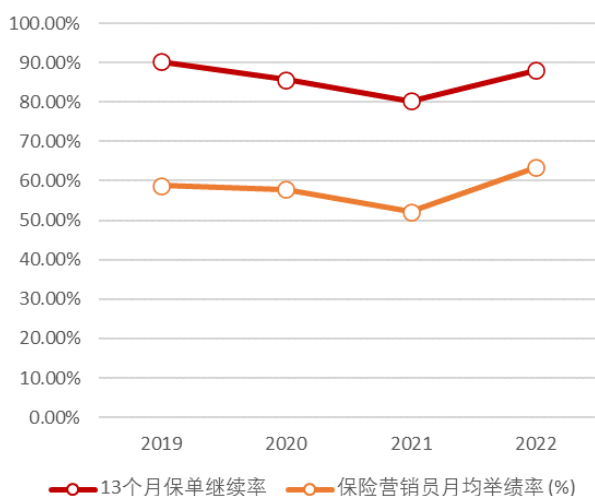
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图22：太保寿险保险营销员月人均首年保险业务收入（元，%）



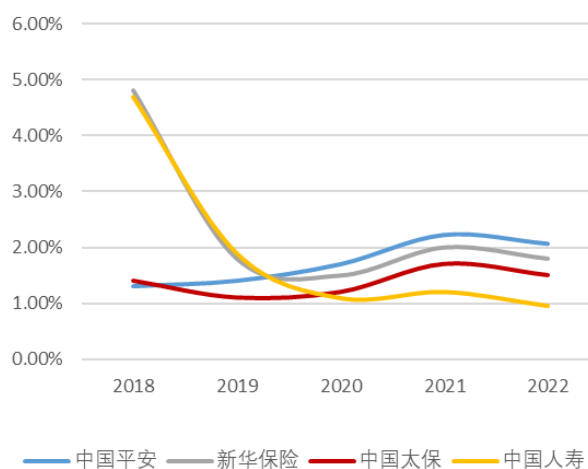
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图23：太保寿13个月保单继续率和保险营销员月均举绩率（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

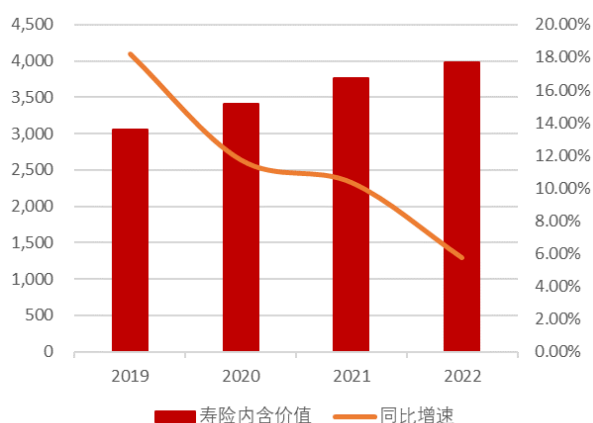
图24：上市险企退保率对比（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

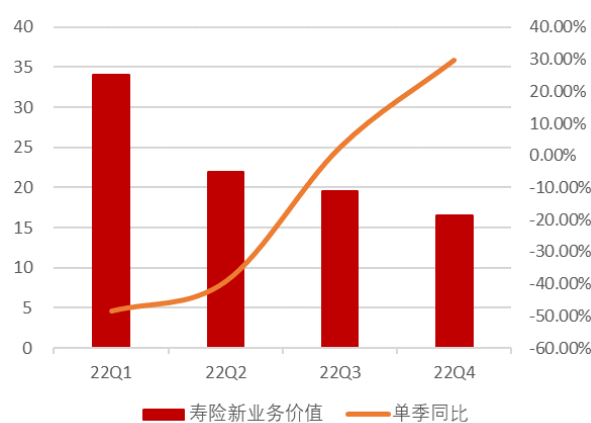
“长航”计划夯实太保寿险价值稳定基础，2022Q3 单季新业务价值同比增速率先转正。2022 年末太保寿险内含价值为 3,981.91 亿元，较 2021 年末增长 5.72%，增速居上市险企首位，新业务价值季度增速逐季向好，Q1/Q2/Q3/Q4 单季新业务价值同比增速分别为-48.58%/-39.28%/+2.52%/+29.76%，三季度单季新业务价值增速率先转正，四季度增速继续提升。受渠道、产品结构变化影响，2022 年太保寿险新业务价值率 11.60%，同比-11.90pct。随着“长航”转型行动的全面推进，队伍常态化销售、常态化招募的工作模式将推动业务均衡发展和价值稳定增长，在 2022 年低基数下，太保寿险 NBV 同比增速有望企稳回升。

图25：太保寿险内含价值（亿元，%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图26：太保2022寿险单季度新业务价值（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

融聚康养产业打造保险服务生态圈。在老龄化进程不断加深的背景下，太保寿险紧抓人口结构变革的新机遇，整合内外部服务资源，加速布局健养生态圈，打造产品服务深度融合的芯生态，精准匹配客户需求，覆盖养老、未病、已病、康复的全场景健康养老服务体系逐步建立。太保家园”、“太保蓝本”、“太医管家”、“源申康复”、“蓝医保”等系列服务品牌已形成覆盖养老、未病、已病、康复的全场景健康养老服务体系。公司推动大健康发展蓝图有序落地，有望围绕客户的健康、财富、养老需求提升公司业务协同效应，实现高质量发展。

图27：太保康养产业布局



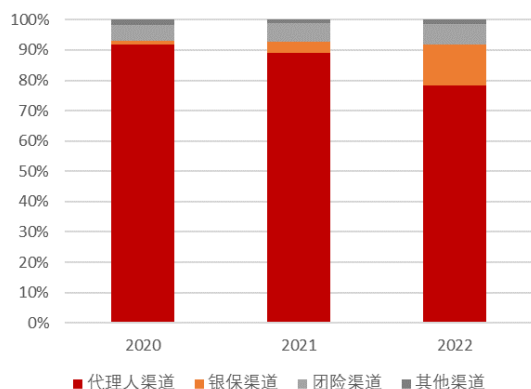
资料来源：公司业绩推介材料，东莞证券研究所

2.3 塑造银保渠道增长新动能，价值贡献持续提升

除塑造高质量队伍提升人力产能外，太保寿险还积极拓宽多元渠道布局，秉持价值银保定位，深度聚焦核心区域，实施价值网点、价值产品、高质量队伍三大价值策略，有序布局战略区域、战略渠道合作，优化产品服务支持体系，建设科技赋能平台，同时加快建设底层支撑能力与体系，实现银保渠道业务高速发展，价值贡献持续提升。

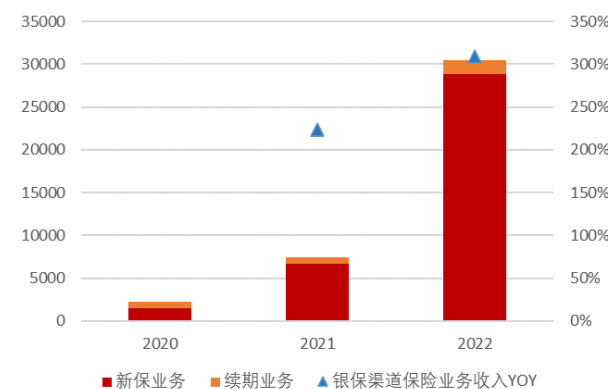
银保渠道价值贡献持续提升。2022年，银保渠道深化转型成效显著，银保渠道实现保险业务收入304.78亿元，同比大幅增长308.7%，在同行中最为突出，是太保寿险保费收入增速扭负为正的重要动力，其中新保收入288.09亿元，同比大幅增长332.0%。银保渠道新业务价值同比增长174.90%，新业务价值占比同比提升7.00pcts；银保渠道保险业务收入占比由2020年的1.09%迅速提升至13.53%，我们预计银保渠道将成为太保寿险价值增长的新动能，为公司高质量发展构筑新的增长极。

图28：太保寿险保险业务收入按渠道划分（%）



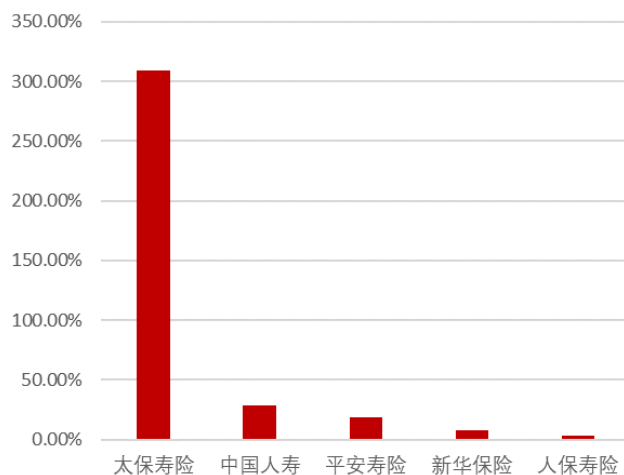
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图29：太保寿险银保渠道保险业务收入（百万元，%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图30：上市险企2022年寿险银保渠道保险业务收入同比增速排名（%）

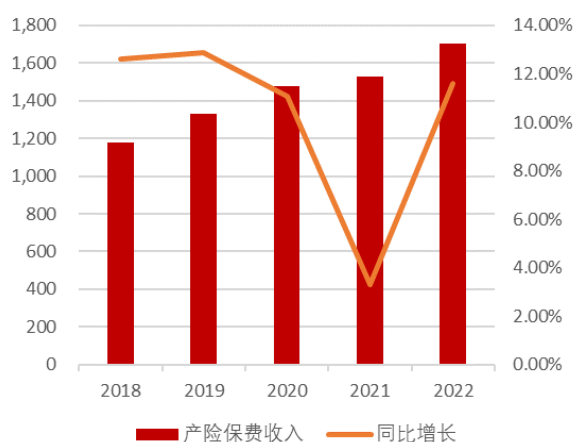


资料来源：公司公告，东莞证券研究所

3. 太保产险：净利润增长亮眼，综合成本率 10 年最优

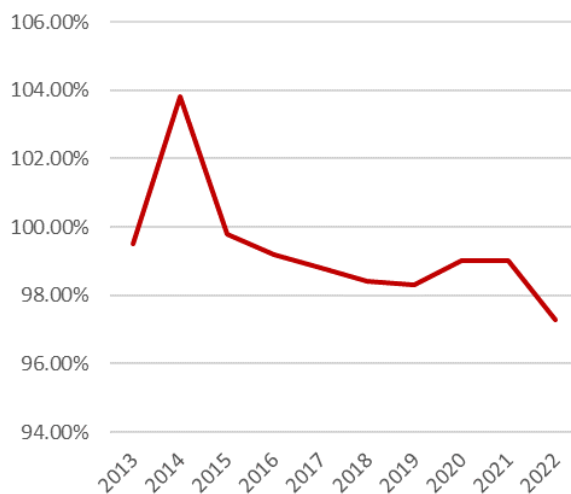
保费收入、净利润增速领跑同业。2022 年，太保产险面对外部多重挑战，始终坚持高质量发展理念，坚持靶向施策，积极把握发展机遇，加强品质管控，保费收入实现较快增长，综合成本率持续优化，综合指标表现优良。2022 年太保产险实现保险业务收入 1,703.77 亿元，同比增长 11.62%，增速在上市险企中排名首位；实现归母净利润 82.85 亿元，创历史新高，同比增长 30.43%，增速显著高于行业平均水平；综合成本率 97.30%，同比下降 1.70pcts，创造出 10 年最优水平，同时领先上市险企，其中综合赔付率 68.50%，同比下降 1.10pcts，综合费用率 28.80%，同比下降 0.60pct。

图31：太保产险保费收入（单位：亿元，%）



资料来源：公司财报，东莞证券研究所

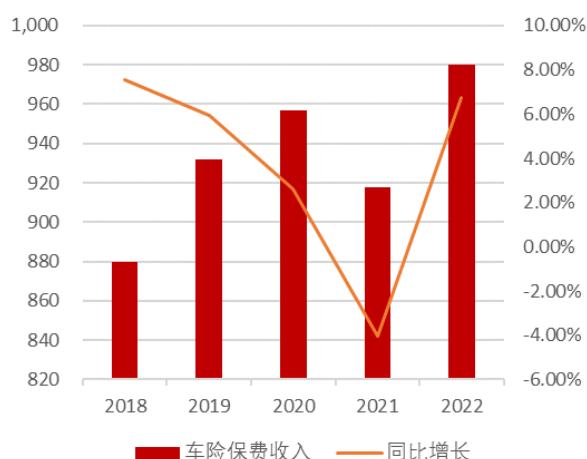
图32：太保产险综合成本率（单位：%）



资料来源：公司财报，东莞证券研究所

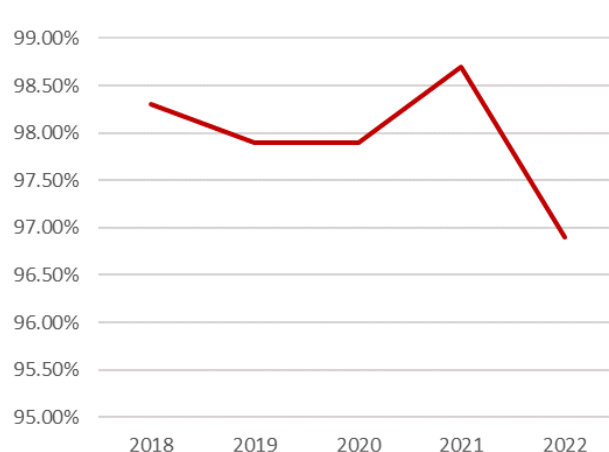
车险盈利能力稳健，新能源车保费快速增长。太保产险紧抓新能源车发展机遇，不断强化精细化管理，深化客户经营，提高客户留存率。2022 年，实现车险保险业务收入 979.92 亿元，同比增长 6.70%；综合成本率 96.90%，同比下降 1.80 个百分点，其中综合赔付率 69.50%，同比下降 1.60 个百分点，综合费用率 27.40%，同比下降 0.20 个百分点。新能源车保费增速超过 90%，保费占比由 2021 年的 4.80% 提升至 2022 年的 8.30%，市场份额达到 13.7%，高于公司整体车险市场份额两个百分点。无论是车险综改的挑战，还是新能源车险的发展机遇，太保始终坚持提质增效，2023 年太保的车险盈利能力持续向好。

图33：太保车险保费收入（单位：亿元，%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

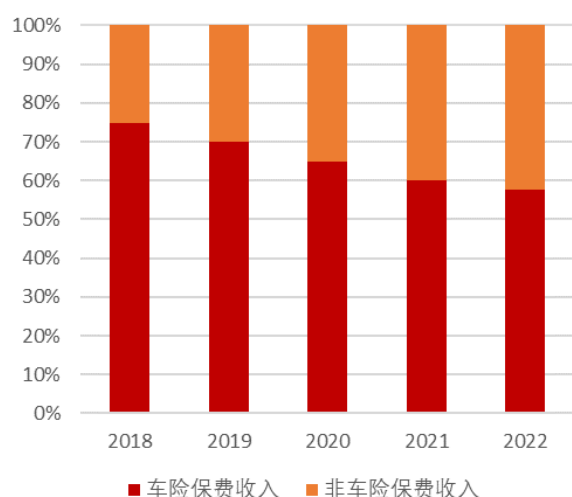
图34：太保车险综合成本率（单位：%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

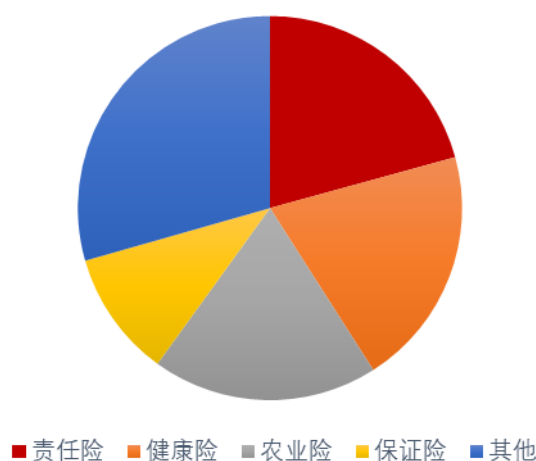
非车险保费占比提升，新兴领域保持较快增长势头。2022年，太保产险围绕国家战略和政策导向，加快业务转型创新步伐，持续优化业务品质结构，全年实现非车险保险业务收入723.85亿元，同比增长18.97%；综合成本率为98.10%，同比下降1.40个百分点。太保不断增强新兴市场发展动能，非车险保费收入占比由2018年的25.32%快速提升至2022年42.49%，其中责任险、健康险、农业险保费保持较快增长势头，分别同比+37.08%、+20.03%、+32.71%，综合成本率基本保持稳定，企财险、意外险、工程险综合成本率不断优化，业务品质持续向好。

图35：太保产险保费收入结构（单位：%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图36：太保非车险保费收入结构（单位：%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

表 1：太保 2022 年非车险保费明细

	保险业务收入	同比增长	占非车险业务收入占比	综合成本率	同比变化
责任险	150.07	37.08%	20.73%	99.80%	1.30%
健康险	146.41	20.03%	20.23%	101.60%	-0.30%
农业险	137.53	32.71%	19.00%	97.70%	-1.90%
保证险	76.92	6.05%	10.63%	95.50%	0.40%

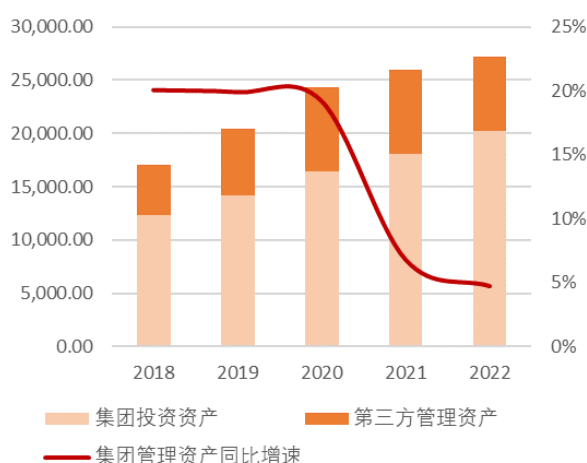
资料来源：公司财报，东莞证券研究所

4. 投资风格稳健，信用风险整体可控

管理资产规模保持稳健增长。公司坚持“价值投资、长期投资、稳健投资、责任投资”的理念，管理资产规模保持稳健增长。截至 2022 年末，太保管理资产达 27,242.30 亿元，较 2021 年末增长 4.7%，其中集团投资资产和第三方管理资产分别同比增长 11.8% 和同比下降 18.2%。

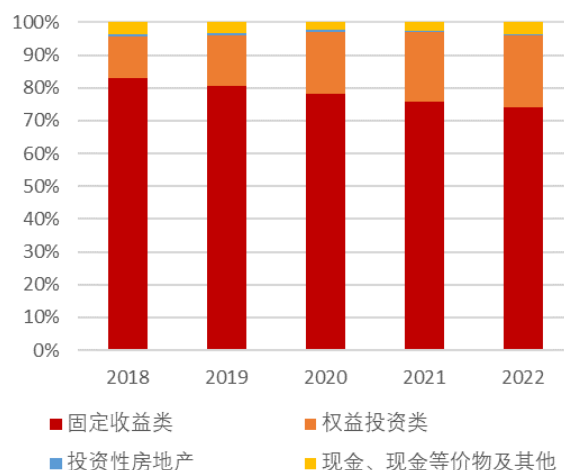
固定收益类资产占比最大。2022 年，太保基于对宏观环境长期趋势的展望，完成了战略资产配置方案的优化调整。一方面，持续加强长期利率债的配置，以延展固定收益资产久期；另一方面，适当增加未上市股权、投资性不动产等另类投资的配置，以提高长期投资回报。2022 年末，投资资产中固定收益类、权益投资类、投资性房地产、现金与现金等价物及其他分别占 73.92%、21.97%、0.55%和 3.56%。

图37：太保集团管理资产增长情况（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图38：太保投资资产结构（单位：%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

投资资产信用风险整体可控。在企业债及非政策性银行金融债中，债项或其发行人的评级达到 AA 级及以上的占比达 97.9%，其中，AAA 级占比达 92.8%。公司目前所投资

的非公开市场融资工具整体信用风险管控良好，具有外部信用评级的非公开市场融资工具占 99.4%，其中 AAA 级占比达 96.8%，AA+级及以上占比达 99.6%。高等级免增信的主体融资占 57.7%，其他项目都有担保或抵、质押等增信措施，信用风险总体可控。

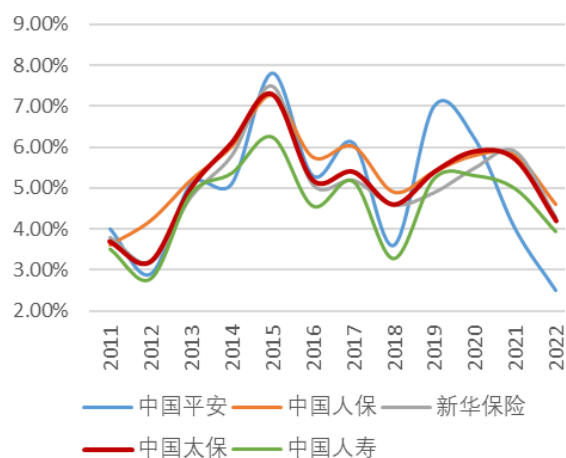
表 2：太保 2022 年非公开市场融资工具的结构和收益率分布

行业	投资占比（%）	名义投资收益率（%）	平均期限（年）	平均剩余期限（年）
基础设施	40.4	4.8	7.8	5.5
不动产	16.3	4.9	6.6	4.1
交通运输	16.2	4.7	9.0	6.2
非银金融	11.6	4.9	5.0	2.2
能源、制造业	5.6	5.0	6.3	3.6
其他	9.9	4.3	7.1	4.9
总计	100	4.8	7.3	4.8

资料来源：公司财报，东莞证券研究所

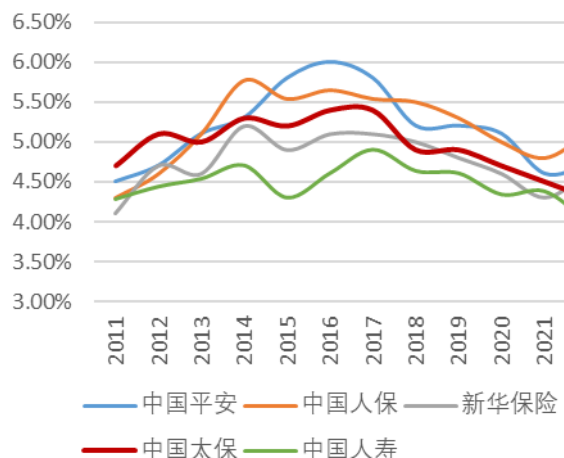
长端利率企稳、权益市场回暖有望推动资产端加速修复。2022 年，公司实现净投资收益 791.80 亿元，同比增长 8.38%，主要原因是权益投资资产分红收入的增长。净投资收益率 4.30%，同比下降 0.20 个百分点。由于证券市场波动加剧，证券买卖收益降低，总投资收益率 4.20%，同比下降 1.50 个百分点。2023 年，我国经济进入恢复增长期，长端利率已回升至 2.80%-2.90%区间，后续有望企稳，同时预计权益市场逐步回暖，投资价值将逐步显现，权益投资占比相对较高的中国太保投资收益改善弹性将更大。

图39：上市险企总投资收益率（单位：%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图40：上市险企净投资收益率（单位：%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图41：10年国债收益率与沪深300涨跌幅（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

5. 投资建议与盈利预测

中国太保作为国内领先的综合性保险集团，2022年在行业多重考验下保费增速、内含价值增速领先同业。寿险方面，“长航行动”深入推进下代理人队伍质效提升，同时银保渠道业务高速发展，二者合力夯实NBV增长基础，提供保费增长新动能。产险方面，太保产险2022年业绩表现优异，保费收入、净利润增速、综合成本率等多项重要指标领跑同业，牢牢把握新能源车险的发展机遇，同时新兴领域保持较快增长势头，预计太保产险将继续全面助力公司净利润的稳定增长。随着长端利率企稳、权益市场回暖，权益投资占比相对较高、投资风格稳健的中国太保资产端修复弹性更大。

维持中国太保“买入”评级。我们预计中国太保2023-2024年营收增速分别为9.11%、9.18%，归母净利润增速为19.14%、15.19%，每股内含价值为59.41元和64.76元，当前股价对应的PEV为0.50和0.45倍。

6. 风险提示

- （1）代理人流失超预期、产能提升不及预期、银保渠道发展不及预期导致保费增速下滑的风险；
- （2）长端利率快速下行导致资产端投资收益率超预期下滑的风险；
- （3）监管政策持续收紧导致新保单销售难度加大的风险。

表3：中国太保盈利预测简表

	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表（亿元）				
营业收入	4553.72	4968.45	5424.71	5932.92
已赚保费	3688.78	4018.63	4391.70	4809.35
保险业务收入	3988.18	4344.46	4751.38	5210.56
减：分出保费	250.84	273.70	301.71	333.48
提取未到期责任准备金	48.56	52.13	57.97	67.74
非保险业务净收入	53.60	57.35	60.22	63.23
投资收益	811.34	892.47	972.80	1060.35
营业支出	4301.39	4631.16	5031.85	5491.81
退保金	214.34	235.77	259.35	287.88
赔付支出	1342.64	1423.20	1537.05	1644.65
提取保险责任准备金	1728.83	1936.29	2129.92	2353.56
保单红利支出	121.21	126.06	132.36	141.63
分保费用	3.04	4.00	5.00	6.00
手续费及佣金支出	279.29	293.25	313.78	338.88
营业税金及附加	11.21	12.42	13.02	14.24
业务及管理费	455.89	458.12	496.26	538.65
财务费用	33.22	30.00	30.00	40.00
其他业务成本	55.32	50.00	45.00	45.00
资产减值损失	56.40	62.04	70.11	81.32
营业利润	252.33	337.29	392.86	441.12
加：营业外收入	1.47	2.00	2.00	2.00
减：营业外支出	2.04	2.00	2.00	2.00
利润总额	251.76	337.29	392.86	441.12
减：所得税费用	-0.64	37.10	47.14	52.93
净利润	252.40	300.19	345.72	388.18
少数股东损益	6.31	7.00	8.00	8.00
归属于母公司股东的净利润	246.09	293.19	337.72	380.18
每股收益	2.56	3.05	3.51	3.95

数据来源：iFind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000