

证券研究报告

公司研究

点评报告

中国太保 (601601. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

王舫朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: (010) 83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

长航行动显成效，负债端有望继续释放积极信号

2023年3月27日

事件: 中国太保公布 2022 年全年业绩, 实现保险业务收入 3988.18 亿元, 同比+8.7%, 集团实现营运利润 401.15 亿元, 同比+13.5%。太保寿险实现保费收入 2253.43 亿元, 同比+6.5%; 太保产险实现保险业务收入 1725.83 亿元, 同比+11.6%。集团实现净利润 246.09 亿元, 同比-8.3%。

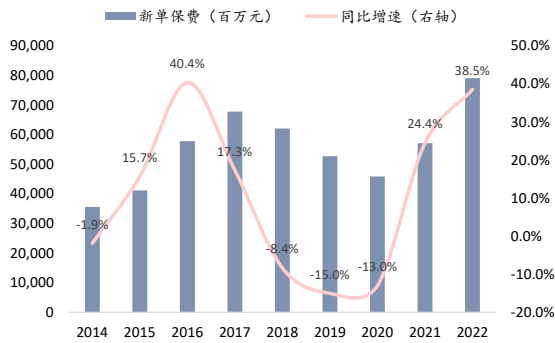
点评:

- **寿险改革成效逐步显现, 新业务价值逐季向好。** 2022 年太保寿险实现保险业务收入 2253.43 亿元, 同比+6.5%, 新保业务收入同比+35.8%; 实现新业务价值 92.05 亿元, 同比-31.4%, 降幅较上半年进一步收窄 (1H22 新业务价值同比-45.3%), 2H22 太保寿险 NBV 同比+13.5%。2022 年太保寿险新业务价值率 (NBVM) 11.6%, 同比-11.9pct, 主要受到渠道人力清虚和产品结构变化影响。公司坚持以客户需求为中心理念, 坚定全面推进“长航”转型实施, 培育队伍常态化销售、常态化招募的工作模式, 推动业务均衡发展 and 价值稳定增长。
- **“芯”基本法有效落地, 价值银保贡献持续提升。** 2022 年公司坚持多元化渠道布局, 推动个险、银保等渠道营销改革发展, 成果初步显现。
1) 个险: 持续推进“三化五最”职业营销改革, 坚持“固优”、“募优”和“升优”, 提升客户体验并赋能队伍经营。公司代理人规模持续清虚, 聚焦核心人力的同时推动人员质态不断提升: 公司 2022 年月均保险营销员 27.9 万人, 保险营销员月人均首年保险业务收入 6844 元, 同比+47.6%, 核心人力人均首年保险业务收入 28261 元, 同比+31.7%, 核心人力月人均首年佣金收入 4134 元, 同比+10.3%;
2) 银保: 公司聚焦核心区域, 优化产品服务体系, 推动银保渠道价值贡献提升: 2022 年银保渠道保费收入 304.78 亿元, 同比+308.7%, 银保新单 288.09 亿元, 同比+332.0%。公司个险和银保渠道人力队伍质态不断改善, 多元渠道改革成效初显。
- **产险精细化运营更进一步, 承保盈利基础进一步夯实。** 2022 年太保产险实现保费收入 1703.77 亿元, 同比+11.6%; 车险保费收入 717.08 亿元, 同比+7.8%; 非车业务保费收入 621.77 亿元, 同比+18.5%。2022 年太保产险综合成本率 (COR) 97.3%, 同比-1.7pct, 其中综合赔付率 68.5%, 同比-1.1pct, 综合费用率 28.8%, 同比-0.6pct。
1) **车险方面**, 公司不断强化精细化运营, 深耕客户经营, 提高客户留存率, 2022 年公司车险 COR 为 96.9%, 同比-1.8pct; 新能源车险保费增速超 90%。
2) **非车险方面**, 2022 年保费同比+19.0%, COR 为 98.1%, 同比-1.4pct, 其中责任险、健康险、农险等业务保持高增势头。公司不断强化业务管控, 提升风险定价能力, 积极融入服务国家战略, 不断创新产品和服务供给, 通过专业化经营能力促使产险业务质态不断提升。

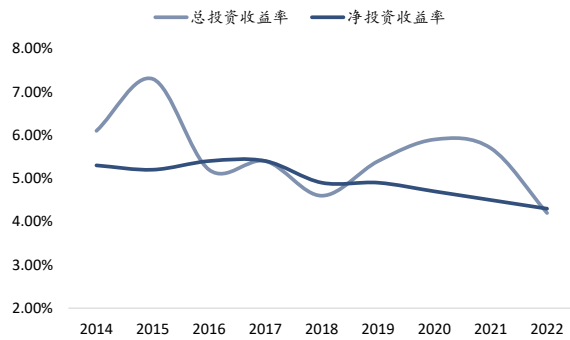
- **保持战略资产配置定力，净投资收益彰显韧性。**2022 年公司年化净投资收益率 4.3%，同比-0.2pct；年化总投资收益率 4.2%，同比-1.5pct。公司 2022 年总投资收益 765.37 亿元，同比-17.9%，但权益投资资产分红收入增长推动公司 2022 年净投资收益同比+8.4%。在 2022 年市场利率维持低位震荡和权益市场剧烈波动下，公司对权益类资产进行积极主动管理，持续延展固收资产久期，公司 2022 年投资表现彰显韧性。
- **盈利预测与投资评级：**公司 2022 年持续推动“长航”转型，个险和银保同时发力驱动营销模式转变，新业务价值季度增速逐季向好。公司以转型升级驱动发展模式深度转变，在个人业务“芯”模式、多元渠道策略和“产品+服务”体系的支撑下，我们认为公司有望持续打造差异化优势，2023 年负债端改革成效有望进一步显现。我们预计 2023-2025 年 PEV 分别为 0.48x/0.43x/0.38x，维持“买入”评级。
- **风险因素：**代理人展业恢复进度不及预期；代理人产能下滑导致人员脱落；资本市场大幅波动带来投资收益急剧下降；利率下行将缩窄固定利率工具利差空间，并影响会计利润；750 天均线下移带来准备金计提增加。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	440,643	455,372	492,943	536,538	592,559
增长率 YoY %	4.37%	3.34%	8.25%	8.84%	10.44%
归属母公司净利润 (百万元)	26,834	25,017	30,806	35,810	37,312
增长率 YoY%	9.15%	-6.77%	23.14%	16.24%	4.20%
NBV margin%	28.00%	26.00%	28.00%	28.00%	28.00%
净资产收益率 ROE%	12.14%	10.76%	12.55%	12.88%	11.90%
EPS(摊薄)(元)	2.79	2.56	3.20	3.72	3.88
市盈率 P/E(倍)	9.42	10.28	8.21	7.06	6.78
市净率 P/B(倍)	1.12	1.10	0.97	0.86	0.76

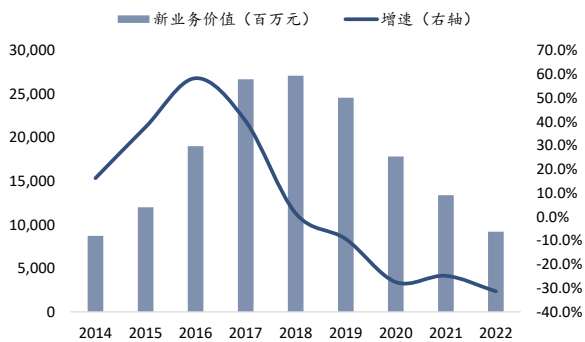
资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 3 月 24 日收盘价

图 1：首年新单（百万元）及增长


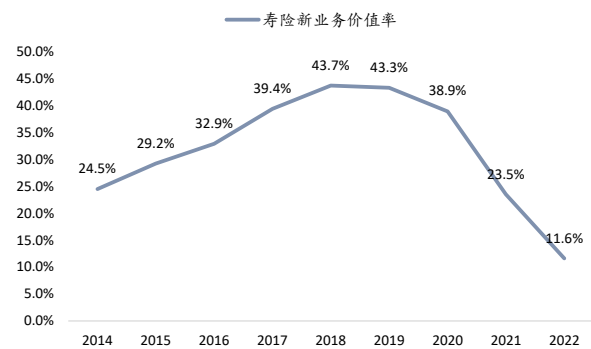
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 2：投资收益率 (%)


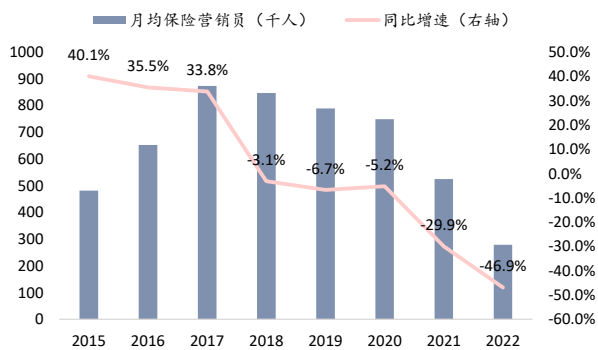
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：新业务价值（百万元）及增长


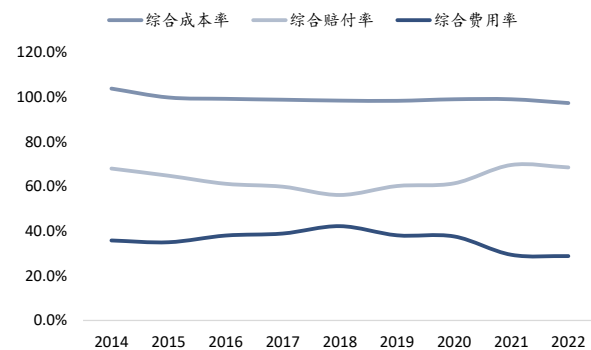
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：寿险新业务价值率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：月均保险营销员（千人）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6：综合成本率 (%)


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

损益表		单位:百万元			
	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	455,372	492,943	536,538	592,559	
已赚保费	368,878	395,108	433,695	477,188	
保费业务收入	398,818	432,219	475,007	523,364	
投资净收益	81,195	95,167	99,951	112,233	
其他业务收入	3,913	2,667	2,892	3,138	
营业支出	-430,139	-459,448	-497,612	-552,060	
退保金	-21,434	-21,342	-24,271	-27,315	
赔款支出	-148,147	-156,706	-176,050	-197,773	
提取保险责任准备金	-175,374	-184,911	-193,213	-214,999	
营业税金及附加	-1,121	-1,478	-1,620	-1,785	
手续费及佣金支出	-27,929	-31,732	-36,136	-41,287	
业务及管理费用	-52,774	-61,023	-66,918	-73,727	
其他业务支出	-5,532	-20,907	-21,588	-22,310	
营业利润	25,233	33,495	38,926	40,500	
其他	351	0	0	0	
利润总额	25,584	33,495	38,926	40,500	
所得税	64	-2,345	-2,725	-2,835	
净利润	25,648	31,150	36,201	37,665	
少数股东权益	631	344	391	352	
归属母公司净利润	25,017	30,806	35,810	37,312	
基本EPS (rmb)	2.56	3.20	3.72	3.88	

资产负债表		单位:百万元			
	2022A	2023E	2024E	2025E	
总资产	2,176,299	2,285,836	2,561,681	2,865,131	
投资资产	1,549,186	1,627,160	1,823,518	2,039,527	
非投资资产	627,113	658,676	738,163	825,603	
总负债	1,942,171	2,018,855	2,258,765	2,525,028	
准备金负债	1,534,995	1,595,602	1,785,215	1,995,656	
保户储金及投资款	102,415	106,459	119,110	133,151	
其他负债	42,823	44,514	49,804	55,675	
所有者权益	236,300	266,981	302,916	340,103	
股本	9,620	9,620	9,620	9,620	

每股指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E
每股收益 (元)	2.56	3.20	3.72	3.88
每股净资产 (元)	23.96	27.08	30.72	34.49
每股内含价值 (元)	49.91	54.40	61.56	68.65
每股新业务价值 (元)	2.14	2.42	2.54	2.67
内含价值	2022A	2023E	2024E	2025E
调整后净资产	238,799	272,380	311,466	346,625
有效业务价值	245,599	255,296	285,634	319,305
内含价值	480,198	523,310	592,216	660,470
一年新业务价值	20,575	23,266	24,429	25,651
寿险 ROEV (%)	15.8%	18.0%	17.8%	17.2%

收入/支出增长率 (%)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
已赚保费收入增长	8.7%	8.4%	9.9%	10.2%
投资收益增长	-16.0%	17.3%	5.0%	12.3%
营业收入增长	3.3%	8.3%	8.8%	10.4%
退保金增长	-4.0%	-0.4%	13.7%	12.5%
佣金及手续费增长	-7.8%	13.6%	13.9%	14.3%

当期成本率 (%)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
佣金率	7.6%	8.0%	8.3%	8.7%
行政费用率	14.3%	15.4%	15.4%	15.5%
赔付率	40.2%	39.7%	40.6%	41.4%
退保率	5.8%	5.4%	5.6%	5.7%
准备金提转差	47.5%	46.8%	44.6%	45.1%

资产/负债增长率 (%)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产增长率	11.8%	5.0%	12.1%	11.8%
投资资产增长率	11.8%	5.0%	12.1%	11.8%
总负债增长率	13.3%	3.9%	11.9%	11.8%
寿险准备金增长率	10.8%	3.9%	11.9%	11.8%
股东权益增长	1.7%	13.0%	13.5%	12.3%

资本公积	79,788	79,662	79,788	79,662
盈余公积	7,575	10,656	14,236	17,968
一般风险准备	12,000	12,000	12,000	12,000
未分配利润	115,317	143,043	175,271	208,853
归母股东权益	230,541	260,474	295,534	331,814
少数股东权益	5,759	6,507	7,382	8,289

估值分析	2022A	2023E	2024E	2025E
PE	10.28	8.21	7.06	6.78
PB	1.10	0.97	0.86	0.76
PEV	0.53	0.48	0.43	0.38
隐含新业务倍数	-11.05	-11.62	-13.89	-15.89

研究团队简介

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。

武子皓，中小盘分析师，西安交通大学学士，悉尼大学硕士，ACCA，五年研究经验，曾就职于民生证券，国泰君安证券，2022年加入信达证券从事中小市值行业研究工作，2019年“新浪金麒麟行业新锐分析师”。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾就职于天风证券，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯烽，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、银行和证券业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券。2022年11月加入信达证券研发中心，从事银行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。