

中国太保 (601601.SH) 转型指标业绩率持续改善，2023 年负债端有望领跑

2023 年 03 月 27 日

——中国太保 2022 年报点评

投资评级：买入（维持）

高超（分析师）

吕晨雨（分析师）

gaochao1@kysec.cn

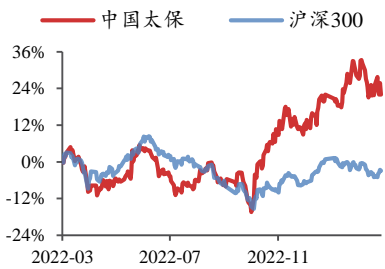
lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790522090002

日期	2023/3/24
当前股价(元)	26.29
一年最高最低(元)	29.18/17.92
总市值(亿元)	2,529.19
流通市值(亿元)	1,799.56
总股本(亿股)	96.20
流通股本(亿股)	68.45
近 3 个月换手率(%)	20.39

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《长航引领寿险转型效果显现，财险高质量释放利润—中国太保 2022 年 3 季报点评》-2022.10.29

《寿险 NBV 深蹲承压，后续关注产能及人力变动情况—中国太保 2022 年中报点评》-2022.8.29

《“长航行动”全面启动，短期承压不改长期转型逻辑—中国太保 2022 年 1 季报点评》-2022.4.29

● 2022 年 NBV 同比符合预期，2023 年寿险有望领跑，维持“买入”评级

公司披露 2022 年年报，2022 年寿险 NBV 92 亿元、同比-31.4%，符合预期，较 2022Q3 同比修复 6.4pct；归母净利润 246 亿元、同比-8.3%；归母营运利润 401 亿元、同比+13.5%。考虑到公司寿险个险渠道转型不断深化，银保渠道重启后保持高增，我们调整 2023-2024 年 NBV 同比预测至+7.9%/+8.3%（调前+15.2%/+17.2%），新增 2025 年预测+8.6%，对应 EV 增速 9.3%/9.4%/9.5%。考虑到长端利率相对平稳及保费收入有望受到银保渠道带动增加，我们调整 2023-2024 年归母净利润预测至 274/297 亿元（调前 310/407 亿元），新增 2025 年预测 350 亿元，分别同比+11.3%/+8.4%/+17.9%，对应 EPS 分别为 2.9/3.2/3.7 元。公司寿险职业营销转型见效，“芯”基本法有效激发队伍活力，销售、增员、活动行为持续改善，寿险转型相对领先，预计 2023 年 NBV 同比增速或领先同业，当前股价对应 2023-2025 年 PEV 分别为 0.4/0.4/0.4 倍，维持“买入”评级。

● 银保贡献增量价值，但结构改变拖累 margin，负债端转型领先有望延续

公司 2022 年寿险保费收入 2253 亿元、同比+6.5%，个险新单保费 229 亿元、同比-21.5%，银保新单保费 288 亿元、同比+332%，银保新单保费占比 41.5%，价值占比提升 7.0pct 至 9.3%，成为公司增量渠道。2022 年 Q4 价值 16.6 亿元、同比+29.8%，环比-15.1%，季度间差距逐渐缩窄。Margin 受到渠道及产品结构影响，下降 11.9pct 至 11.6%，较 2022H1 改善 0.9pct，考虑到银保渠道占比或进一步提升，margin 明显上行概率较低。寿险转型先行指标业绩率改善明显且领先同业，2022 年月均业绩率同比提升+11.3pct 至 63.4%，转型进度领先得到数据验证。考虑到转型领先、银保渠道重启及低基数，2023 年公司负债端有望领先行业。

● 量增质优，财险承保利润同比高增，投资端受权益市场拖累同比下降

公司 2022 年财险保费 1704 亿元、同比+11.6%，综合成本率 97.3%、同比改善 1.7pct，其中费用率 28.8%、赔付率 68.5%，分别改善 0.6/1.1pct，保费增长叠加上成本率改善，承保利润释放明显，同比+202%。分险种看，车险保费收入 980 亿元、同比+6.7%，非车险 724 亿元、同比+19.0%，非车险受责任险、农险及健康险带动同比高增。公司 2022 年净投资收益率 4.3%、总投资收益率 4.2%，总投资收益率主要受权益市场波动影响同比下降 1.5pct，净值增长率 2.3%。

● 风险提示：长端利率超预期下行；寿险转型进展慢于预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
保费业务收入(百万元)	366,782	398,818	442,534	480,029	516,420
YoY(%)	1.3	8.7	11.0	8.5	7.6
内含价值(百万元)	498,308	519,621	568,163	621,533	680,612
YoY(%)	8.5	4.3	9.3	9.4	9.5
新业务价值(百万元)	13,412	9,205	9,936	10,762	11,690
YoY(%)	-24.8	-31.4	7.9	8.3	8.6
归母净利润(百万元)	26,834	24,609	27,381	29,681	34,998
YOY(%)	9.2	-8.3	11.3	8.4	17.9
P/B(倍)	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
P/EV(倍)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
投资资产	1,812,069	2,026,283	2,264,668	2,558,452	2,915,813	营业收入	440,643	455,372	517,842	564,442	612,439
其他资产	134,095	150,016	167,665	189,415	215,872	已赚保费	339,535	368,878	408,714	442,863	475,559
资产总计	1,946,164	2,176,299	2,432,333	2,747,867	3,131,686	保费业务收入	366,782	398,818	442,534	480,029	516,420
未到期责任准备金	71,493	77,250	85,564	94,265	104,060	投资净收益	95,457	81,195	106,841	119,122	134,280
未决赔款准备金	58,420	71,437	77,210	85,354	94,573	公允价值变动收益	1,163	-61	-	-	-
寿险责任准备金	1,129,622	1,258,941	1,423,307	1,588,727	1,760,788	其他业务收入	4,714	3,913	2,288	2,457	2,599
长期健康险责任准备金	125,798	150,290	158,236	176,656	195,816	营业支出	409,849	430,139	484,793	528,619	570,204
其他负债	328,426	384,253	442,661	545,340	704,573	退保金	22,330	21,434	27,697	31,313	34,952
负债合计	1,713,759	1,942,171	2,186,978	2,490,342	2,859,810	赔付支出	148,749	148,147	181,290	201,383	223,670
归属于母公司所有者	226,741	228,446	239,401	251,276	265,278	减：摊回赔付支出	-13,960	-13,883	-16,976	-18,824	-20,889
权益合计						提取保险责任准备金	155,096	175,374	185,032	197,879	206,763
少数股东权益	5,664	5,682	5,954	6,250	6,598	减：摊回保险责任准备金	-2,737	-2,600	-2,760	-3,037	-3,346
所有者权益合计	232,405	234,128	245,355	257,525	271,876	金					
负债及股东权益总计	1,946,164	2,176,299	2,432,333	2,747,867	3,131,686	手续费及佣金支出	30,304	27,929	38,198	41,487	44,729
						管理费用	50,240	52,774	52,431	57,313	62,461
						其他业务成本	6,446	5,532	19,882	21,105	21,864
						营业利润	30,794	25,233	33,049	35,823	42,235
						营业外收入	248	147	136	136	136
						营业外支出	246	204	164	164	164
						利润总额	30,796	25,176	33,021	35,795	42,207
						所得税	3,178	-64	4,953	5,369	6,331
						净利润	27,618	25,240	28,068	30,426	35,876
						减：少数股东权益	784	631	687	745	878
						归母净利润	26,834	24,609	27,381	29,681	34,998
						主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						成长能力(%)					
						营业收入同比增长	4.37%	3.34%	13.72%	9.00%	8.50%
						已赚保费同比增长	2.38%	8.64%	10.80%	8.36%	7.38%
						保费收入同比增长	1.30%	8.73%	10.96%	8.47%	7.58%
						归母净利润同比增长	9.15%	-6.30%	8.89%	8.40%	17.91%
						归母净资产同比增长	5.35%	0.75%	4.80%	4.96%	5.57%
						获利能力(%)					
						ROE	11.88%	10.78%	11.44%	11.81%	13.20%
						ROA	1.42%	1.16%	1.15%	1.11%	1.15%
						ROEV	5.54%	4.86%	4.94%	4.90%	5.27%
						价值数据(百万元)					
						新业务价值	13,412	9,205	9,936	10,762	11,690
						内含价值	498,308	519,621	568,163	621,533	680,612
						每股指标(元)					
						每股收益	2.79	2.56	2.92	3.16	3.73
						每股净资产	23.57	23.75	24.88	26.12	27.57
						每股内含价值	51.80	54.01	59.06	64.61	70.75
						估值比率					
						P/E	9.42	10.27	9.01	8.31	7.05
						P/B	1.12	1.11	1.06	1.01	0.95
						P/EV	0.51	0.49	0.45	0.41	0.37

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn