

保险 III

中国太保 (601601.SH)

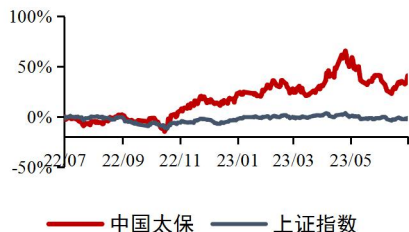
买入-A(上调)

负债端改善&估值低位, 上调至“买入-A”

2023年7月14日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据: 2023年7月13日

收盘价(元):	28.61
年内最高/最低(元):	35.38/17.92
流通A股/总股本(亿):	68.45/96.20
流通A股市值(亿):	1,958.37
总市值(亿):	2,752.38

基础数据: 2023年3月31日

基本每股收益:	1.21
摊薄每股收益:	1.21
每股净资产(元):	26.46
净资产收益率:	4.67

资料来源: 最闻

分析师:

崔晓雁

执业登记编码: S0760522070001

邮箱: cuixiaoyan@sxzq.com

研究助理:

王德坤

邮箱: wangdekun@sxzq.com

报告要点

- **长航行动二期发展规划发布, 寿险改革持续深入。**7月4日, 公司发布长航行动二期规划, 聚焦内勤转型, 改变内勤思维模式, 为提高前线队伍活力提供支持。提出打造赋能型总部、经营型机构, 注重提质增效。
- **负债端复苏态势较好。**NBV 增速在同业中领先, Q123 上市险企 NBV 增速: 太保+16.6%>平安+8.8%>国寿+7.7%。太保 NBV 增长主因 NBVM 企稳回升, Q123 NBVM 达 12.2%、同比+3.0pct, 这表示太保的产品销售结构已经基本稳定且符合市场需求。在当前保险行业负债端受储蓄险带动而复苏的背景下, 我们预计太保负债端可在行业扩张+自身实力较强的背景下持续复苏。
- **寿险渠道改革成果渐显, 产险综合成本率下降。**2023 年前 5 月寿险累计保费为 1248 亿元、同比-1.9%; 产险前 5 月累计保费 854 亿元、同比+11.5%, 增速在同业中领先。寿险业务分渠道来看: 代理人渠道, 虽人力仍在下滑, 但人均产能大幅提升, 2021 年、2022 年连续两年增速处 40%+; 银保渠道, 新单占比在 2022 年已处 40%以上, 助力稳规模。产险方面, Q123 综合成本率 98.4%、同比-1.2pct。保费快增、成本下行有利于承保利润释放。
- **投资建议:** 我们维持盈利预测不变, 预测公司 2023-25 年归母净利润增速为 22.01%、14.24%及 15.04%。当前股价对应 2023E P/EV 0.50x, 处于近 5 年合理估值区间下限附近。考虑到公司负债端改善程度优于同业、寿险改革持续向纵深推进及估值较低, 将公司评级上调至“买入-A”。

风险提示: 负债端改善不及预期, 新业务价值率下滑, 资本市场波动等。

财务数据与估值:

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	440,643	455,372	487,711	537,126	587,087
YoY(%)	4.37%	3.34%	7.10%	10.13%	9.30%
归母净利润(百万元)	26,834	24,609	30,026	34,301	39,460
YoY(%)	9.15%	-8.29%	22.01%	14.24%	15.04%
ROE(%)	12.14%	10.81%	12.71%	13.40%	14.01%
EPS(元)	2.79	2.56	3.20	3.66	4.21
EVPS(元)	51.80	54.01	57.76	61.54	65.40
PE	10.25	11.18	8.94	7.82	6.80
PEV	0.55	0.53	0.50	0.46	0.44

资料来源: Wind, 山西证券研究所



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



财务报表预测和估值数据汇总

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
已赚保费	339,535	368,878	390,113	417,888	446,027	货币资金	32,545	33,134	38,901	41,466	44,626
投资净收益	95,457	81,195	87,789	101,141	114,848	买入返售金融资产	13,432	21,124	23,236	25,560	28,116
营业收入	440,643	455,372	487,711	537,126	587,087	交易性金融资产	12,353	26,560	17,062	18,187	19,573
退保金	22,330	21,434	19,883	22,462	25,293	定期存款	196,519	204,517	243,130	259,162	278,910
赔付支出	148,749	148,147	157,389	166,883	176,106	可供出售金融资产	645,381	715,085	746,451	795,673	856,302
提取保险责任准备金	155,096	175,374	190,714	215,846	239,404	持有至到期投资	396,428	514,250	533,179	568,338	611,644
保户红利支出	12,376	12,121	11,599	12,290	13,338	长期股权投资	26,984	25,829	25,593	27,280	29,359
手续费及佣金支出	30,304	27,929	31,307	33,682	35,839	资产合计	1,946,164	2,176,299	2,248,727	2,462,856	2,709,950
业务及管理费	50,240	52,774	56,087	61,769	67,515	保户储金及投资款	102,843	120,029	159,381	205,909	261,346
营业支出	409,849	430,139	451,419	495,668	539,396	未到期责任准备金	71,493	77,250	83,688	87,909	91,555
营业利润	30,794	25,233	36,293	41,458	47,690	未决赔款准备金	58,420	71,437	67,228	70,783	73,931
税前利润	30,796	25,176	36,230	41,389	47,614	寿险责任准备金	1,129,622	1,258,941	1,431,310	1,625,664	1,843,136
所得税	3,178	-64	5,435	6,208	7,142	长期健康险责任准备金	125,798	150,290	171,001	189,588	209,061
净利润	27,618	25,240	30,796	35,181	40,472	应付保单红利	24,176	24,858	27,344	30,078	33,086
归属于母公司股东的净利润	26,834	24,609	30,026	34,301	39,460	负债合计	1,713,759	1,942,171	1,998,868	2,189,206	2,408,845
少数股东损益	784	631	770	880	1,012	股本	9,620	9,620	9,620	9,620	9,620
险企财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	归属于母公司所有者权益合计	226,741	228,446	244,127	267,869	295,274
EPS(元)	2.79	2.56	3.20	3.66	4.21	少数股东权益	5,664	5,682	5,732	5,782	5,832
BVPS(元)	24.16	24.34	25.97	28.45	31.30	所有者权益合计	232,405	234,128	249,859	273,651	301,106
EVPS(元)	51.80	54.01	57.76	61.54	65.40	内含价值 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
PE(X)	10.25	11.18	8.94	7.82	6.80	调整后净资产	287,213	298,142	337,549	368,969	399,742
PB(X)	1.18	1.18	1.10	1.01	0.91	扣偿后有效业务价值	214,763	225,326	229,929	235,966	243,441
P/EV	0.55	0.53	0.50	0.46	0.44	内含价值	498,309	519,621	555,664	592,021	629,192
净投资收益率	4.50	4.30	4.02	4.02	3.98	一年新业务价值	13,412	9,205	10,586	10,952	11,412
总投资收益率	5.70	4.20	4.39	5.15	5.71	偿付能力充足率 (%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
财产险综合成本率	99.00	97.30	97.35	98.02	98.52	偿付能力充足率 (寿险)					
财产险赔付率	69.60	69.55	67.27	67.31	67.33	偿付能力充足率 (产险)					
财产险费用率	29.40	27.75	30.09	30.71	31.19	偿付能力充足率 (集团)					

资料来源: Wind, 山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

