

保险 III

中国太保 (601601.SH)

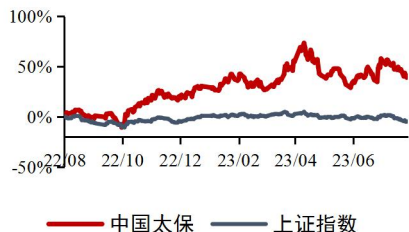
买入-A(维持)

负债端改革成果持续显现, H123 NBV 同比+31.5%

2023年8月27日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源: 最闻

市场数据: 2023年8月25日

收盘价(元):	27.30
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):	1,868.70
总市值(亿):	2,626.35

基础数据: 2023年6月30日

基本每股收益:	1.91
摊薄每股收益:	1.91
每股净资产(元):	25.87
净资产收益率:	7.53

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

➤ **事件:** 公司发布中报, H123 归母营运利润 215.37 亿元、同比+2.5%, 归母净利润 183.32 亿元、同比-8.7%。寿险 NBV 73.61 亿元、同比+31.5%, NBVM 13.4%、同比+2.7pct, 寿险保险服务业绩 144.78 亿元、同比-3.2%, 投资业绩 23.38 亿元、同比-19.5%。产险承保利润 18.38 亿元、同比-12.0%。

➤ **寿险:** 代理人产能提升、银保贡献增加共同带动 NBV 增长。个险 NBV 59.40 亿元、同比+13.3%, 个险新单 222.86 亿元、同比+17.0%, 代理人数量 21.9 万人、同比-29.8%。核心人力月人均新单 5.55 万元/人/月、同比+35.1%, 月人均首年佣金收入 7482 元/人/月、同比+61.8%。收入增加已使代理人留存情况有所改善, 期待后续增员情况改善。银保 NBV 13.81 亿元、同比+305.0%, 银保新单 200.92 亿元、同比+2.8%, 银保 NBVM 6.9%、同比+5.2pct, 银保 NBV 增长主因 NBVM 的明显改善。

➤ **产险:** 原保费收入 1037 亿元、同比+14.3%, 其中车险同比+5.4%、非车险同比+24.5%。综合成本率 97.9%、同比+0.6pct, 主因出行恢复、车辆出险率提升导致综合赔付率上升 0.9pct 至 70.4%。

➤ **资产端:** 净/总投资收益率均为 2.0%、均同比-0.1pct。投资资产 2.12 万亿元、同比+8.3%。债券投资占比达 48.3%、同比+5.0pct, 为增配最明显的大类资产。定期存款配置有所下降, 股权投资配置基本持平。

➤ **投资建议:** 根据公司中报, 我们下调了公司投资收益率假设, 并将 2023-25 年盈利预测下调 8.5%、10.4%和 13.6%。2023E P/EV 0.47x, 处近 5 年低位。考虑到公司负债端改革成果逐步显现且估值较低, 维持“买入-A”。

➤ **风险提示:** 负债端发展不及预期, 长端利率下行, 资本市场波动加剧等。

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	483,133	532,323	579,865
YoY(%)	4.37%	3.34%	6.10%	10.18%	8.93%
归母净利润(百万元)	26,834	24,609	27,474	30,720	34,075
YoY(%)	9.15%	-8.29%	11.64%	11.82%	10.92%
ROE(%)	12.14%	10.81%	11.59%	11.99%	12.24%
EPS(元)	2.79	2.56	2.93	3.28	3.63
EVPS(元)	51.80	54.01	57.84	61.82	65.95
PE	9.78	10.66	9.32	8.34	7.51
PEV	0.53	0.51	0.47	0.44	0.41

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	87,676	102,816	117,538	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	483,133	532,323	579,865	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	2,263,954	2,453,892	2,663,804
业务及管理费	50,240	52,774	55,560	61,217	66,684	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	449,920	495,186	538,673	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	33,213	37,137	41,193	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	33,151	37,068	41,117	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	4,973	5,560	6,168	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	28,178	31,508	34,949	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	27,474	30,720	34,075	负债合计	1,713,75	1,942,17	2,012,40	2,181,23	2,367,82
少数股东损益	784	631	704	788	874	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	245,624	266,679	289,952
EPS(元)	2.79	2.56	2.93	3.28	3.63	少数股东权益	5,664	5,682	5,926	5,976	6,026
BVPS(元)	24.16	24.34	26.15	28.34	30.77	所有者权益合计	232,405	234,128	251,550	272,655	295,978
EVPS(元)	51.80	54.01	57.84	61.82	65.95	内含价值 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
PE(X)	9.78	10.66	9.32	8.34	7.51	调整后净资产	287,213	298,142	338,366	371,689	405,108
PB(X)	1.13	1.12	1.04	0.96	0.89	扣偿后有效业务价值	214,763	225,326	229,929	235,998	243,548
P/EV	0.53	0.51	0.47	0.44	0.41	内含价值	498,309	519,621	556,453	594,678	634,477
净投资收益率	4.50	4.30	4.06	4.09	4.09	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	4.22	4.93	5.40	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

