

中国太保 (601601)

2023 年中报点评: 转型标杆引领行业复苏

2023 年 08 月 28 日

买入 (维持)

证券分析师 胡翔

执业证书: S0600516110001
021-60199793
hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书: S0600522040002
021-60199761
geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004
zhujieyu@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
归属于母公司的净利润 (百万元)	24,609	29,060	34,032	37,953
同比增长率 (%)	-8%	18%	17%	12%
新业务价值	9,205	10,811	11,999	13,313
新业务价值增长率 (%)	-31%	17%	11%	11%
EVPS	54.01	60.17	64.92	69.35
P/EV	0.51	0.45	0.42	0.39

关键词: #业绩超预期

投资要点

- 事件: 公司披露 2023 年中期业绩: 实现保险服务收入 1,340.64 亿元, 同比增长 7.4%; 归母净利润为 183.32 亿元, 同比下降 8.7% (追溯前利润 133.01 亿元); 归母营运利润为 215.37 亿元, 同比增长 2.5%, 业绩表现超出预期。
- 新准则专项分析。1H23 集团保险服务毛利率 (1-保险服务费用/保险服务收入) 同比下降 1.3 个 pct. 至 14.3%, 保险服务收入贡献比由上年同期的 75.7% 提升至 76.4%, 财务承保净损益率 (财务承保净损益/保险服务收入) 由上年同期的 22.6% 优化至 22.0%。期末寿险合同服务边际 (CSM) 余额 3,290.48 亿元, 较上年末增长 0.8%, 我们测算的 1H23 新业务 CSM Margin 为 13.5% (1H22 为 11.8%), CSM 摊销比例为 4.0% (1H22 为 4.4%), 主要受资本市场波动减少所致, 合同服务边际增长具备韧性。
- 新业务价值 (NBV) 量价齐升, 增速或领跑 A 股上市同业。1H23 公司实现 NBV 达 73.61 亿元, 同比增长 31.5% (对应 1Q23 和 2Q23 同比增速为 16.7% 和 54.7%), 归因来看, 规模新保同比增长 4.1%, NBV Margin 同比提升 2.7 个 pct. 至 13.4%; 从渠道归因来看, 个险/银保渠道 NBV 同比增速分别为 13.3% 和 305.0%, 规模新单增速分别为 17.0% 和 7.7%, NBV 贡献度分别为 80.7% 和 18.8%, 银保量价齐升是上半年增速超越同业的重要因素。队伍质态提升产能及收入大幅提升, 1H23 月均保险营销员同比下降 29.8%, 但人均首年规模保费 16,963 元, 同比提升 66.1%; 核心人力月人均产能同比增长 35.1%; 核心人力月人均首年佣金收入 7,482 元, 同比增长 61.8%。公司主动披露产险子公司新准则下利源分析: 太保寿险保险服务业绩及其他同比下降 -3.2%, 投资业绩同比下降 -19.5%, 净利润同比下降 12.5%。
- 车险承保恶化拖累承保盈利, 非车品质持续改善。1H23 太保产险实现新准则下净利润 40.41 亿元, 同比下降 3.8%, 归因来看承保利润同比下滑 12% 至 18.38 亿元, 总投资收益同比下降 4.5% 至 33.23 亿元。1H23 承保综合成本率 97.9%, 同比上升 0.6 个 pct.。其中承保综合费用率同比下降 0.3 个 pct.; 承保综合赔付率同比上升 0.9 个 pct., 主要系车险出险率同比有所增加, 承保综合成本率小幅提升至 98.0% 所致。1H23 实现财险原保费收入 1,050.23 亿元, 同比增长 14.3%。其中非车收入同比增长 24.1%, 占比达 51.6%, 承保综合赔付率同比下降 0.5 个 pct. 至 97.9%, 得益于健康险、农业险、责任险等业务保持较快增长势头, 业务品质持续向好。
- 1H23 集团净/总/综合投资收益率分别为 2.0%/2.0%/2.1%, 同比分别 -0.1/-0.1/+0.6 个 pct.。1H23 公司净/总投资收益同比增速分别为 2.7% 和 4.1%, 期末核心权益占比 11.1%, 较年初下降 0.4 个 pct.。1H23 寿险 ROEV 由上年同期的 5.7% 提升至 6.1%, 得益于 NBV 提速和营运偏差由负转正。期末集团 EV 较年初增长 3.4% 至 5,371.14 亿元, 若加回分红后增速为 5.25%。
- 盈利预测与投资评级: 转型标杆引领行业复苏。我们维持盈利预测, 预计 2023-25 年归母净利润分别为 290.6、340.32 和 379.53 亿元, 同比增速为 18%、17% 和 12%, NBV 同比增速分别为 17%、11% 和 11%, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 1) 芯基本法实施成效不持续; 2) 长端利率及权益市场下行

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.30
一年最低/最高价	17.92/35.38
市净率(倍)	1.08
流通 A 股市值(百万元)	186,869.63
总市值(百万元)	262,635.32

基础数据

每股净资产(元,LF)	25.26
资产负债率(% ,LF)	88.70
总股本(百万股)	9,620.34
流通 A 股(百万股)	6,845.04

相关研究

《中国太保(601601): 中江举帆正长航, 击楫勇进逐二期——中国太保 2023 年资本市场开放日见闻与思考》

2023-07-14

《中国太保(601601): 2022 年报点评: 价值显拐点, 分红有韧性》

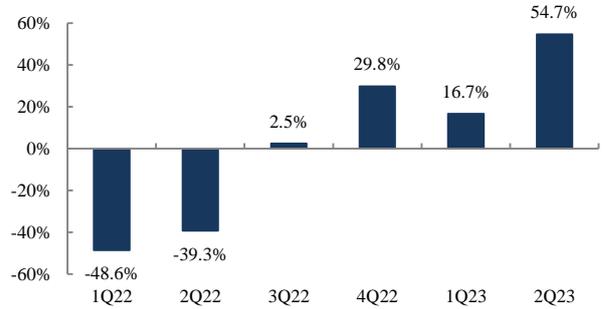
2023-03-26

图1: 集团归母净利润同比下滑主要系新准则调高基数



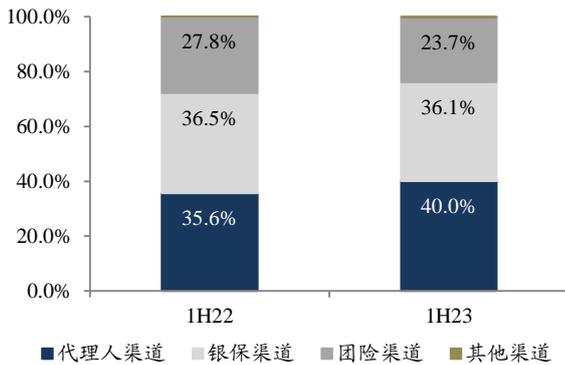
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 太保寿险 NBV 同比增速持续提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 太保寿险代理人渠道新单贡献同比提升



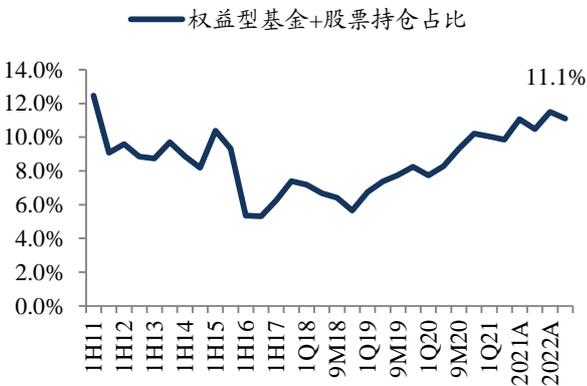
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 太保寿险队伍质态明显提升



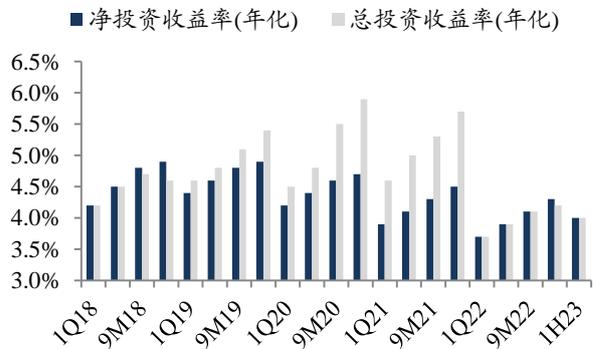
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 集团核心权益占比高位略有下降



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 集团投资收益率水平同比略有下降 (年化后)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表1: 中国太保新准则专项分析

	1H23	1H22
保险服务毛利率		
1-保险服务费用/保险服务收入	14.3%	15.6%
太保人寿	35.6%	35.6%
太保财险	4.2%	4.6%
保险服务占比		
保险服务收入/营业收入	76.4%	75.7%
太保人寿	56.8%	56.8%
太保财险	95.4%	95.0%
财务承保净损益率		
财务承保净损益/保险服务收入	22.0%	22.6%
太保人寿	63.9%	60.9%
太保财险	1.2%	1.2%
合同服务边际 (CMS) 专项分析	1H23	1H22
期末余额	330,492	327,662
新业务 CSM (百万元)	7524	6305
新业务 CSM/新单保费	13.5%	11.8%
CSM 摊销占未采用保费分配法比例(非年化)	4.0%	4.4%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表2: 预测利润表 (人民币百万元)

预测利润表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
一、营业收入	440,643	455,372	476,604	504,810	534,565
已赚保费	339,535	368,878	381,807	401,672	422,790
保险业务收入	366,782	398,818	417,812	438,970	462,900
其中: 分保费收入	3,398	4,491	0	0	0
减: 分出保费	-24,934	-25,084	-30,760	-32,769	-34,999
提取未到期责任准备金	-2,313	-4,856	-5,245	-4,529	-5,111
非保险业务净收入	4,488	5,360	-712	-847	-946
投资收益	96,620	81,134	95,509	103,985	112,720
二、营业支出	-409,849	-430,139	-440,786	-462,364	-486,931
退保金	-22,330	-21,434	-18,702	-20,593	-22,503
赔付支出	-134,789	-134,264	-159,083	-173,583	-184,870
提取保险责任准备金	-152,359	-172,883	-159,703	-158,374	-161,408
保单红利支出	-12,376	-12,121	-16,237	-17,677	-19,162
分保费用	-239	-304	-400	-400	-400
保险业务手续费及佣金支出	-30,304	-27,929	-43,754	-46,492	-49,527
营业税金及附加	-1,025	-1,121	-1,168	-1,227	-1,294
业务及管理费	-42,099	-45,589	-42,440	-43,862	-46,299
财务费用	-3,441	-3,322	-4,175	-4,366	-4,504
其他业务成本	-6,446	-5,532	-8,675	-8,940	-9,218
资产减值损失	-4,441	-5,640	-5,597	-6,085	-6,576
三、营业(亏损)/利润	30,794	25,233	35,819	42,446	47,634
加: 营业外收入	248	147	0	0	0
减: 营业外支出	-246	-204	0	0	0
四、(亏损)/利润总额	30,796	25,176	35,819	42,446	47,634
减: 所得税费用	-3,178	64	-6,134	-7,711	-8,918
五、净利润	27,618	25,240	29,685	34,735	38,716
归属于母公司股东的净利润	26,834	24,609	29,060	34,032	37,953

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>