

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

相关研究

《中国太保深度报告: 引领健康养老发展, 业绩反转可期》2020.01

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

寿险产险业务同步发展, NBV 保持高增

2023年8月28日

事件: 中国太保公布 2023 年半年报, 实现保险服务收入 1340.64 亿元, 同比+7.4%, 太保寿险实现保险服务收入 428.65 亿元, 同比-6.5%; 太保产险实现保险业务收入 893.20 亿元, 同比+15.1%。集团实现净利润 183.32 亿元, 同比-8.7%。

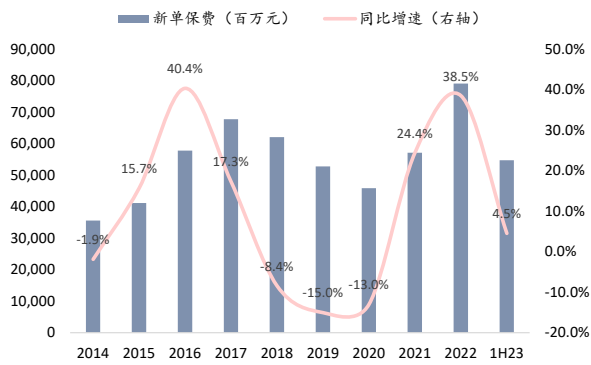
点评:

- **NBV 增长表现良好, 会计准则切换及投资表现使净利润表现小幅承压。**
1) 寿险保持稳健增长, NBV 同比高增: 1H23 公司实现规模保费 1695.74 亿元, 同比+2.5%, 其中新单保费同比+4.1%; 公司实现 NBV 73.61 亿元, 同比增长 31.5%, 新业务价值率 13.4%, 同比上升 2.7pct。寿险营运利润 166.90 亿元, 同比+2.4%; 保险合同服务边际余额 3290.48 亿元, 较上年末增长 0.8%。**2) 受会计准则切换及 1H23 权益市场波动影响, 归母净利润表现小幅承压。** 公司 1H23 归母净利润同比-8.7%, 其中寿险业务投资收益和净利润分别同比-19.5%和-12.5%, 财险业务投资收益和净利润分别同比-4.5%和-3.8%。
- **队伍产能和收入稳步提升, 业务品质大幅改善。** 1) **代理人渠道持续深化“三化五最”职业营销体制改革, 推动职业化和专业化转型, 整体质态不断向好, 多项核心指标向好。** 公司聚焦核心人力和募育一体, 公司上半年 MDRT 数量创新高, 1H23 月均保险营销员 21.9 万人, 同比-29.8%, 队伍清虚持续, 整体规模持续压缩的同时队伍质态不断改善, 代理人月人均首年规模保费 16963 元, 同比+66.1%; 核心人力数量企稳, 产能及收入大幅提升。 1H23 核心人力月人均首年规模保费 55478 元, 同比增长 35.1%; 核心人力月人均首年佣金收入 7482 元, 同比+61.8%。2) **银保渠道: 持续推动多元渠道布局, 推动价值增长。** 1H23 银保渠道实现规模保费 221.45 亿元, 同比+7.7%, 其中期缴新保规模同比+460.0%, 推动期缴保费在新保中占比提升 26.7pct, 银保渠道 NBV 同比+305.0%, NBV 占比提升 12.7 个百分点。
- **财险保费实现较快增长, 业务品质不断改善, COR 保持低于 98% 水平, 承保盈利保持良好水平。** 1H23 公司实现原保费收入 1050.23 亿元, 同比+14.3%, 其中非车险保费收入同比+24.1%, 占比达 51.6%, 同比上升 4.0pct, 车险和非车险业务更为均衡。 1H23 财险综合成本率 97.9%, 同比+0.6pct, 从年初社会经济活动放开后承保综合赔付率同比略有上升 0.9pct 至 70.5%, 但整体维持稳健水平; 承保综合费用率 27.4%, 同比-0.3%, 费用管控得到进一步改善。 1) **车险:** 1H23 车险保费同比+5.4%, 其中新能源车险同比+65.1%, 综合成本率 98.0%, 同比+1.4%, 综合赔付率和综合费用率分别同比+0.8pct 和+0.6pct; 2) **非车险:** 1H23 非车险保费同比+24.5%, 综合成本率 97.9%, 同比-0.5pct, 农险、责任险、企财险均实现承保盈利, 健康险业务综合成本率 101.2%, 同比-1.1pct。

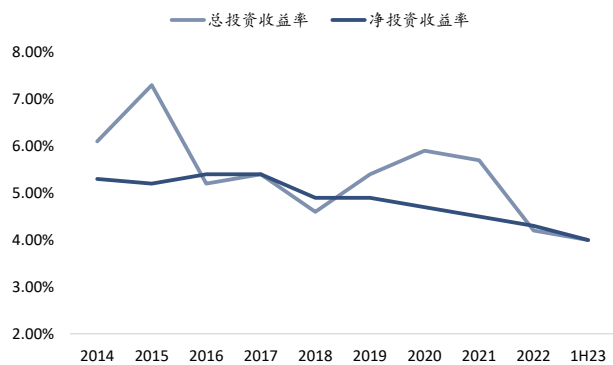
- **基于保险业务负债特性进行战略资产配置，投资业绩保持稳健。** 1H23 公司综合投资收益率（未年化）2.1%，同比+0.6pct；总投资收益率（未年化）2.0%，同比-0.1pct；净投资收益率（未年化）2.0%，同比下降0.1pct。 1H23 集团管理资产较上年末增长 6.9%，第三方管理资产较上年末增长 2.9%。公司充分考虑新会计准则实施影响，对权益类资产进行积极主动管理，在严控信用风险的前提下，持续延展固定收益资产久期。
- **盈利预测与投资评级：**公司持续在寿险业务端推进长航行动改革，长航行动一期工程下代理人队伍质态取得较大提升，“芯”基本法改革大大增加营销员积极性，长航行动二期工程有望进一步引领公司高质量发展。近期财政部、国家税务总局和证监会出台一系列提振资本市场发展的政策，配合前期的一系列的稳增长政策，我们认为资本市场有望更加活跃和发展，在稳增长扩内需、房地产风险化解和保持适当的流动性和汇率稳定等政策的指引下，保险资产端表现有望提振，公司在负债端表现持续稳健向好的基础上，资产端修复有望进一步带来板块估值反弹。我们预计 2023-2025 年 PEV 分别为 0.50x/0.44x/0.40x，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。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	440,643	455,372	482,122	536,538	592,559
增长率 YoY %	4.37%	3.34%	5.87%	11.29%	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)	9.79	10.67	8.53	7.33	7.04
市净率 P/B(倍)	1.16	1.14	1.01	0.89	0.79

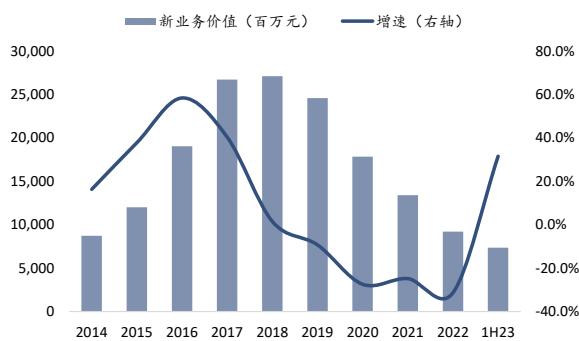
资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价

图 1：首年新单（百万元）及增长


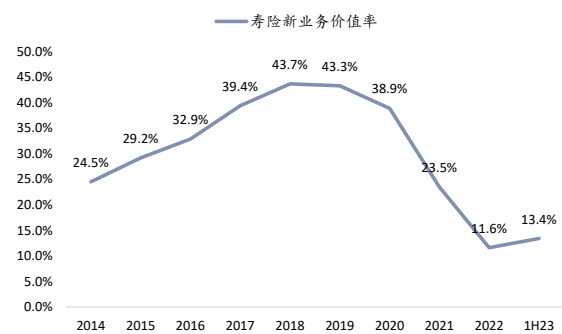
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 2：投资收益率 (%)


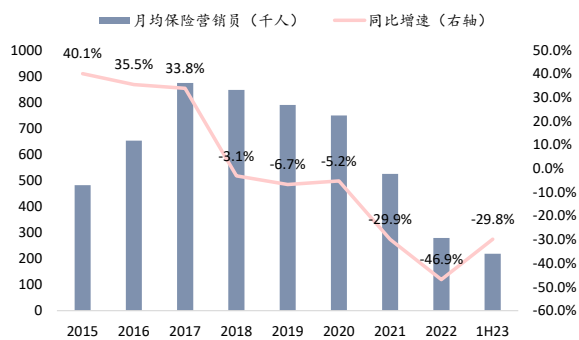
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：新业务价值（百万元）及增长


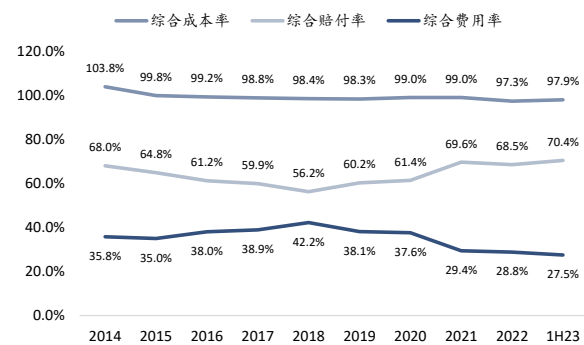
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

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	482,122	536,538	592,559	
已赚保费	368,878	384,408	417,113	454,766	
保费业务收入	398,818	421,301	458,087	500,484	
投资净收益	81,195	95,167	99,951	112,233	
其他业务收入	3,913	2,547	2,706	2,887	
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	-30,880	-34,765	-39,365	
业务及管理费用	-52,774	-59,385	-64,380	-70,295	
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%	5.6%	8.7%	9.3%
投资收益增长	-16.0%	17.3%	5.0%	12.3%
营业收入增长	3.3%	5.9%	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%	10.6%	12.6%	13.2%

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%	40.8%	42.2%	43.5%
退保率	5.8%	5.6%	5.8%	6.0%
准备金提转差	47.5%	48.1%	46.3%	47.3%

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	10.67	8.53	7.33	7.04
PB	1.14	1.01	0.89	0.79
PEV	0.55	0.50	0.44	0.40
隐含新业务倍数	-10.57	-11.20	-13.49	-15.51

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。

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。

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。