

营运利润增长稳健，分红低于市场预期

买入(维持)

事件：公司披露2021年业绩：实现归母净利润268.34亿元，同比增长9.2%；营运利润达353.46亿元，同比增长13.5%，归母净利润低于营运利润差异系短期投资波动(-22.97亿元，寿险业务等实际投资收益高于长期预期投资收益假设5%的影响)和评估假设变动影响(+109.66亿元，基于会计估计变更税前利润减少146.21亿元的税后影响)。公司拟每股派息1元，对应现金分红率35.9%，较上年50.9%有所下滑。

投资要点

- **寿险营运利润增速优于同业，NBV增长持续承压。**2021年公司实现NBV达134.12亿元，同比下降24.8%（其中上下半年同比增速分别为-8.9%和-51.9%），归因来看年化新保同比增长24.4%；而新业务价值率同比下降15.4个pct.至23.5%。公司实现寿险营运利润282.65亿元，同比增长9.2%（其中上下半年同比增速分别为6.7%和11.9%，下半年虽然剩余边际小幅下滑但营运利润增长提速得益于更为扎实的业务品质带动正向偏差贡献）。公司全力推进代理人职业化、专业化、数字化转型，队伍质态改善，虽然月均保险营销员同比下滑29.9%至52.5万人，但队伍月均FYP达4,638元，同比增长42.3%；月均FYC达791元，同比增长16.3%。展望2022年，公司将“芯”基本法为牵引，进一步提升核心人力和核心人力产能的业务目标，同时公司进一步尽快银保渠道多元化发展，产品围绕健康、财富和养老三大核心需求，践行“产品+服务”金三角体系。受2022年伊始来全国各地疫情散发的影响，我们预计公司2022年NBV同比增速前高后低，全年仍有两位数下滑压力。
- **财险综合成本率下半年逆势改善，ROE处于业内领先地位。**2021年太保产险实现保险业务收入1,526.43亿元，同比增长3.3%；综合成本率99.0%同比持平（其中上下半年分别为99.3%和98.7%），其中综合赔付率69.6%，同比上升8.2个百分点，综合费用率29.4%，同比下降8.2个百分点。车险客户黏度持续提升，COR同比上升0.8个百分点至98.7%（上下半年分别为99.0%和98.4%，下半年在7·20台风冲击下环比改善彰显经营底蕴）。非车险实现承保扭亏为盈（COR为99.5%），健康险、责任险、农险等新兴业务领域品质改善且保持较快增长显著优于同业。2021年太保产险实现净利润63.52亿元，同比增长21.9%，对应ROE为13.5%，处于行业绝对领先地位，得益于投资收益增长和费用的有效管控。展望2022年，我们预计财险板块得益于车险出险率下降，承保业绩同比增速保持稳健，ROE预计稳定在13%。
- **投资业绩相对稳健。**期末集团险资投资资产18,120.69亿元，较2020年末增长10.0%；净/总投资收益率分别为4.5%/5.7%，同比下降0.2/下降0.2个pct.；投资资产净值增长率5.4%，同比下降2.0个百分点，系可供出售金融资产浮盈减少所致（由2020年的129.09亿元转负至-36亿元），受此影响2021年集团归母综合收益同比下滑28.9%至241.49亿元。期末权益类投资占比21.2%，较2020年末上升2.4个百分点，其中核心权益占比11.1%，较2020年末逆势上升0.9个百分点。
- **内含价值增长放缓，但仍优于同业。**公司2021年寿险和集团EV同比增速分别为10.3%和8.5%（其中下半年环比增速分别为6.0%和5.0%），寿险ROEV为11.6%，内含价值增长受新业务价值增速放缓和各类偏差负向拖累，但仍优于同业主要系营运偏差和投资偏差合计拖累期初寿险EV增速为1.9%，仍优于同业，彰显业务品质相对扎实，我们预计2022年集团EV仍将保持在9%附近，略高于同业。
- **盈利预测与投资评级：**公司2021年年报基本符合市场预期，但现金分红率略低于预期，关注下半年寿险NBV复苏情况。我们预计公司2022年至2024年归母净利润298、337和361亿元，同比增速为11.0%、13.2%和7.0%（2022-2023年原预测为329和416亿元）。截至2022年3月28日，公司股价对应2022年至2024年P/EV分别为0.40、0.36和0.33倍，股价已过度反应悲观预期，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1)寿险“长航行动”计划推行低于预期；2)权益市场大幅波动拖累投资业绩。

2022年03月28日

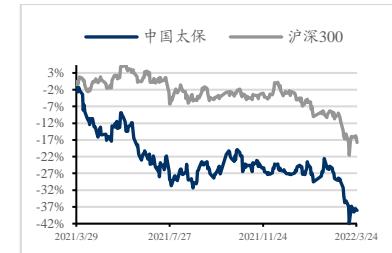
证券分析师 胡翔

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

证券分析师 朱洁羽

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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.13
一年最低/最高价	21.65/38.68
市净率(倍)	0.98
流通A股市值(百万元)	158,325.81
总市值(百万元)	222,518.50

基础数据

每股净资产(元,LF)	23.57
资产负债率(% ,LF)	88.06
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): 2021年三季报点评：长航行动深入推进，个险板块成效显现》

2021-10-30

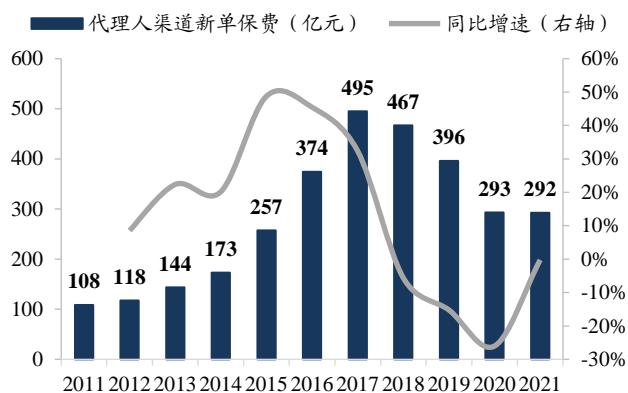
《中国太保(601601): 2021年中报点评：新单规模逆增长，NBVM下降拖累NBV》

2021-08-30

《中国太保(601601): 2020年报点评：短期NBV承压，“长航行动”守护长期价值》

2021-03-29

图1：个险新单小幅下滑



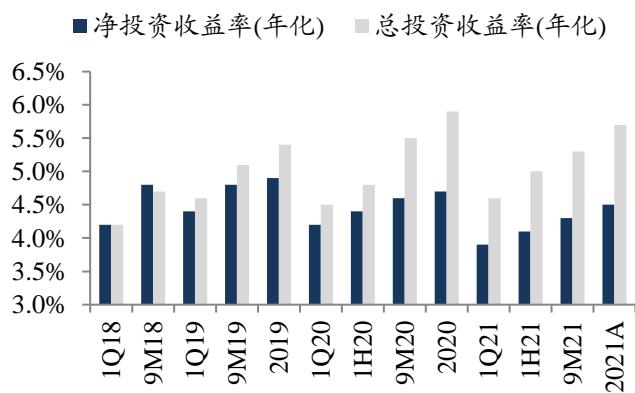
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图3：营销员月均产能提升



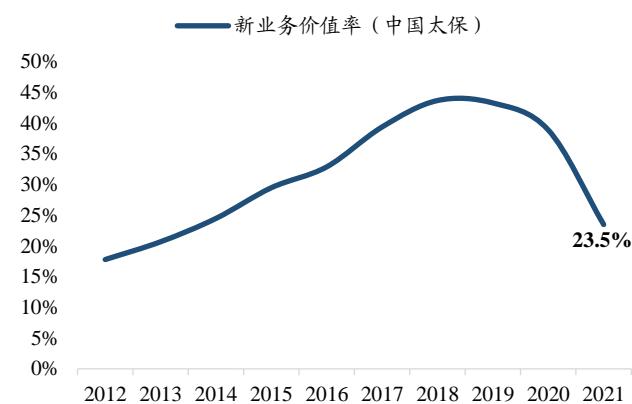
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图5：公司投资收益率水平在同期高基数上保持稳健



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图2：新业务价值率下行



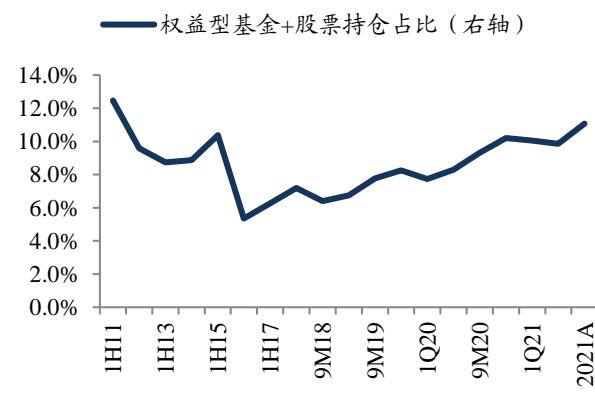
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图4：公司综合成本率 99.0% 同比持平



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图6：核心权益占比 11.1%，较年初逆势上升 0.9 个 pct.



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

表1：中国太保财务摘要

主要价值指标（百万元）	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
集团内含价值	395,987	459,320	498,309	547,055	602,786	651,585
有效业务价值	190,844	201,942	211,096	251,263	281,188	306,069
集团净资产	178,427	215,224	226,741	245,001	265,557	286,593
太保寿险一年新业务价值	24,597	17,841	13,412	12,338	13,553	14,894
太保寿险新业务价值率	43.3%	38.9%	23.5%	24.7%	27.1%	29.8%
太保寿险 ROEV	20.3%	14.7%	11.6%	12.4%	12.7%	12.5%
集团每股内含价值（元）	43.7	47.7	51.8	56.9	62.7	67.7
太保产险综合成本率	98.1%	99.0%	29.4%	0.0%	0.0%	0.0%
集团投资资产净值增长率	7.3%	7.5%	5.4%	4.8%	4.8%	4.8%
主要业务指标（百万元）						
保险业务收入	347,517	362,064	366,782	381,949	395,475	411,256
太保寿险	212,514	211,952	211,685	218,153	221,953	227,864
太保产险	132,979	147,734	152,643	161,612	171,010	180,503
月均保险营销员（千名）	800	749	525	480	520	550
保险营销员每月人均产能 (元/人/月)	4,124	3,230	4,873	4,861	4,873	5,004
可投资资产	1,419,263	1,578,791	1,754,872	1,906,758	2,067,185	2,229,173
总投资收益率	5.4%	5.9%	5.7%	4.7%	4.7%	4.7%
净投资收益率	4.9%	4.7%	4.5%	4.7%	4.7%	4.7%
主要财务指标（百万元）						
归属于母公司股东净利润	27,741	24,584	26,834	29,786	33,729	36,075
太保寿险	20,181	18,642	18,905	19,486	21,975	24,206
太保产险	5,821	5,209	6,352	7,692	8,866	8,667
基本每股收益（元）	3.06	2.63	2.79	3.10	3.51	3.75
每股净资产（元）	19.69	22.37	23.57	25.47	27.60	29.79
每股股息（元）	1.20	1.30	1.00	1.20	1.30	1.50
ROE	16.9%	12.6%	12.1%	12.6%	13.2%	13.1%
估值指标						
PEV	0.56	0.48	0.45	0.40	0.36	0.33
PB	1.17	1.03	0.98	0.89	0.82	0.76
PE	8.0	9.1	8.3	7.3	6.4	6.0
股息率	5.2%	5.6%	4.3%	5.2%	5.6%	6.5%

数据来源：Wind，公司财报，东吴证券研究所

表2：中国太保盈利预测

人民币：百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
一、营业收入	385,489	422,182	440,643	436,246	455,298	476,782
已赚保费	313,246	331,639	339,535	346,783	357,672	371,149
保险业务收入	347,517	362,064	366,782	381,949	395,475	411,256
其中：分保费收入	998	4,890	3,398	0	0	0
减：分出保费	-22,358	-24,741	-24,934	-32,049	-33,977	-36,077
提取未到期责任准备金	-11,913	-5,684	-2,313	-3,117	-3,825	-4,030
非保险业务净收入	3,680	3,049	4,488	968	973	1,042
投资收益	68,563	87,494	96,620	88,494	96,654	104,592
二、营业支出	-357,422	-392,805	-409,849	-399,326	-413,139	-431,551
退保金	-11,104	-14,421	-22,330	-15,032	-16,439	-17,840
赔付支出	-117,683	-130,319	-134,789	-156,227	-155,843	-164,479
提取保险责任准备金	-121,228	-137,019	-152,359	-124,854	-129,670	-129,166
保单红利支出	-10,777	-11,512	-12,376	-15,292	-16,702	-18,074
分保费用	-455	-1,336	-239	-400	-400	-400
保险业务手续费及佣金支出	-46,853	-39,495	-30,304	-42,417	-45,866	-49,692
营业税金及附加	-882	-1,044	-1,025	-1,067	-1,105	-1,149
业务及管理费	-38,021	-44,540	-42,099	-41,945	-43,864	-45,924
财务费用	-3,511	-3,405	-3,441	-3,194	-3,361	-3,558
其他业务成本	-4,454	-5,320	-6,446	-7,984	-8,352	-8,749
资产减值损失	-2,454	-4,394	-4,441	-2,521	-2,733	-2,947
三、营业(亏损)/利润	28,067	29,377	30,794	36,919	42,160	45,231
加：营业外收入	82	108	248	0	0	0
减：营业外支出	-183	-247	-246	0	0	0
四、(亏损)/利润总额	27,966	29,238	30,796	36,919	42,160	45,231
减：所得税费用	388	-3,886	-3,178	-6,477	-7,719	-8,408
五、净利润	28,354	25,352	27,618	30,442	34,441	36,823
归属于母公司股东的净利润	27,741	24,584	26,834	29,786	33,729	36,075
少数股东损益	613	768	784	655	711	749
六、每股收益	3.06	2.63	2.79	3.10	3.51	3.75

数据来源：公司财报，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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15%与 -5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>