

**中国太保 (601601.SH)**
**“长航行动”全面启动，短期承压不改长期转型逻辑**

2022年04月29日

**——中国太保 2022 年 1 季报点评**
**投资评级：买入（维持）**
**高超（分析师）**
**吕晨雨（联系人）**

gaochao1@kysec.cn

lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790120100011

日期	2022/4/28
当前股价(元)	20.42
一年最高最低(元)	35.97/19.91
总市值(亿元)	1,964.47
流通市值(亿元)	1,397.76
总股本(亿股)	96.20
流通股本(亿股)	68.45
近3个月换手率(%)	23.27

**股价走势图**


数据来源：聚源

**相关研究报告**

《中国太保 2021 年报点评-负债端转型或领跑同业，估值具有安全边际》-2022.3.28

《中国太保 2021 年 3 季报点评-新单增速略低于预期，代理人转型有望领先》-2021.10.30

《中国太保 2021 年半年报点评-新单高增，margin 拖累价值，公司转型态度坚决》-2021.8.29

**● “长航行动”全面启动，寿险转型力度优于同业，维持“买入”评级**

公司披露 2022 年 1 季度报告，2022Q1 太保寿险总保费收入 994.5 亿元、同比+4.2%，新单业务 284.2 亿元、同比+22.1%，主要系银保渠道同比+1108.1%带动，个险渠道新单保费 92.2 亿元、同比-44.1%，明显承压，我们认为主要系寿险转型深化、疫情散点反复及保障需求释放缓慢短期拖累。营业收入 1465.5 亿元、同比-3.1%，归母净利润 54.4 亿元、同比-36.4%，主要系 2022Q1 权益市场震荡且 2021 年同期基数较高造成投资收益同比-33.3%拖累。由于渠道结构发生变化，银保渠道 2022Q1 占比明显提升至 38.8%，预计 2022 年 margin 仍将承压，但银保渠道仍将贡献一定新单保费，我们维持 2022-2024 年 NBV 预计同比-9.7%/+14.5%/+9.5%。考虑到 2022 年权益市场波动较大，我们下调 2022-2024 年归母净利润至 188/320/421 亿元（调前 353/515/565 亿元），对应 EPS 为 2.01/3.42/4.50 元。公司于 2022 年初全面启动“长航行动”一期工程，全力推动代理人转型及展业逻辑升级，管理层具备转型成功经验及决心，预计转型进展领先同业，当前股价对应 2022-2024 年 PEV 为 0.4/0.3/0.3 倍，维持“买入”评级。

**● 寿险代理人渠道承压明显，银保渠道占比提升，关注后续转型进展**

2022Q1 太保寿险个险渠道新单保费 92.2 亿元、同比-44.1%，其中期缴业务 80.9 亿元、同比-44.5%，短期承压明显，银保渠道重新起航，贡献新单保费 110.3 亿元、同比+1108.1%，有力支撑公司新单保费，银保渠道占比提升至 38.8%（2021 年 13.1%），预计渠道结构改变将拖累 margin。公司“长航行动”全面启动，有望加速打造“三化五最”队伍体系。2022Q1 代理人月均首年保费收入同比+19.9%，预计高于人力规模降幅，产能得到一定提升，寿险负债端转型进展或领跑同业。

**● 财险实现双位数增长，综合成本结构进一步优化**

2022Q1 财险保费 498.6 亿元、同比+14.0%（2021 年+3.3%），车险 244.4 亿元、同比+11.8%（2021 年-4.0%），非车险 254.3 亿元、同比+16.2%（2021 年+16.9%），车险在综改后时代实现增长，非车险中预计意外及健康险有所发力。综合成本率 99.1%，同比下降 0.2pct，费用率降 2.0pct 至 28.7%，赔付率升 1.8pct 至 70.4%，成本结构得到进一步优化。公司财险坚持高质量发展，有望实现车与非车双轮驱动，我们维持财险保费 2022-2024 年预计同比+12.3%/+12.2%/+13.2%，市场格局有望优化，市场地位持续提升。

**● 风险提示：长端利率超预期下行；寿险转型进展慢于预期。**
**财务摘要和估值指标**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
保费业务收入(百万元)	362,064	366,782	383,477	408,391	435,296
YoY(%)	4.2	1.3	4.6	6.5	6.6
内含价值(百万元)	459,320	498,308	546,929	606,513	674,117
YoY(%)	16.0	8.5	9.8	10.9	11.1
新业务价值(百万元)	17,841	13,412	12,117	13,871	15,194
YoY(%)	-27.5	-24.8	-9.7	14.5	9.5
归母净利润(百万元)	24,584	26,834	18,824	32,008	42,057
YOY(%)	-11.4	9.2	-29.9	70.0	31.4
P/B(倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
P/EV(倍)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
投资资产	1,648,007	1,812,069	1,999,211	2,207,406	2,426,009	<b>营业收入</b>	<b>422,182</b>	<b>440,643</b>	<b>435,339</b>	<b>488,989</b>	<b>530,198</b>
其他资产	122,997	134,095	147,944	163,350	179,527	<b>已赚保费</b>	<b>331,639</b>	<b>339,535</b>	<b>355,940</b>	<b>377,756</b>	<b>400,949</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,771,004</b>	<b>1,946,164</b>	<b>2,147,154</b>	<b>2,370,757</b>	<b>2,605,536</b>	保费业务收入	362,064	366,782	383,477	408,391	435,296
未到期责任准备金	68,800	71,493	78,827	88,138	99,363	投资净收益	87,413	95,457	77,125	108,881	126,834
未决赔款准备金	47,386	58,420	63,759	71,472	80,677	公允价值变动收益	81	1,163	-	-	-
寿险责任准备金	1,010,194	1,129,622	1,249,780	1,377,179	1,502,930	其他业务收入	4,303	4,714	2,274	2,351	2,415
长期健康险责任准备金	98,796	125,798	143,018	157,204	171,207	<b>营业支出</b>	<b>392,805</b>	<b>409,849</b>	<b>413,739</b>	<b>452,257</b>	<b>481,934</b>
其他负债	324,993	328,426	367,741	410,332	455,495	退保金	14,421	22,330	24,970	27,626	30,442
<b>负债合计</b>	<b>1,550,169</b>	<b>1,713,759</b>	<b>1,903,125</b>	<b>2,104,326</b>	<b>2,309,672</b>	赔付支出	142,851	148,749	168,420	188,209	210,934
归属于母公司所有者	215,224	226,741	238,082	259,937	288,654	减：摊回赔付支出	-12,532	-13,960	-16,660	-18,644	-20,964
权益合计						提取保险责任准备金	138,184	155,096	148,915	154,523	154,399
少数股东权益	5,611	5,664	5,947	6,493	7,211	减：摊回保险责任准备金	-1,021	-2,737	-3,117	-3,446	-3,816
<b>所有者权益合计</b>	<b>215,224</b>	<b>232,405</b>	<b>244,029</b>	<b>266,430</b>	<b>295,865</b>	手续费及佣金支出	39,495	30,304	32,375	34,551	36,921
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>1,765,393</b>	<b>1,946,164</b>	<b>2,147,154</b>	<b>2,370,757</b>	<b>2,605,536</b>	管理费用	52,985	50,240	48,214	52,578	57,633
						其他业务成本	5,320	6,446	10,621	16,860	16,385
						<b>营业利润</b>	<b>29,377</b>	<b>30,794</b>	<b>21,601</b>	<b>36,732</b>	<b>48,264</b>
						营业外收入	108	248	186	186	186
						营业外支出	247	246	184	184	184
						<b>利润总额</b>	<b>29,238</b>	<b>30,796</b>	<b>21,603</b>	<b>36,734</b>	<b>48,266</b>
						所得税	3,886	3,178	2,229	3,791	4,981
						净利润	25,352	27,618	19,374	32,943	43,285
						减：少数股东权益	768	784	550	935	1,229
						<b>归母净利润</b>	<b>24,584</b>	<b>26,834</b>	<b>18,824</b>	<b>32,008</b>	<b>42,057</b>
						<b>主要财务比率</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
						<b>成长能力 (%)</b>					
						营业收入同比增长	9.52%	4.37%	-1.20%	12.32%	8.43%
						已赚保费同比增长	5.87%	2.38%	4.83%	6.13%	6.14%
						保费收入同比增长	4.19%	1.30%	4.55%	6.50%	6.59%
						归母净利润同比增长	-11.38%	9.15%	-29.85%	70.04%	31.39%
						归母净资产同比增长	20.62%	5.35%	5.00%	9.18%	11.05%
						<b>获利能力 (%)</b>					
						ROE	11.78%	11.88%	7.94%	12.36%	14.63%
						ROA	1.43%	1.42%	0.90%	1.39%	1.66%
						ROEV	5.52%	5.54%	3.54%	5.43%	6.42%
						<b>价值数据 (百万元)</b>					
						新业务价值	17,841	13,412	12,117	13,871	15,194
						内含价值	459,320	498,308	546,929	606,513	674,117
						<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益	2.63	2.87	2.01	3.42	4.50
						每股净资产	22.37	23.57	24.75	27.02	30.00
						每股内含价值	47.74	51.80	56.85	63.04	70.07
						<b>估值比率</b>					
						P/E	7.76	7.11	10.14	5.96	4.54
						P/B	0.91	0.87	0.83	0.76	0.68
						P/EV	0.43	0.39	0.36	0.32	0.29

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn