

# 中国太保 (601601)

证券研究报告  
2022年04月29日

## 归母净利润同比-36.4%，银保发力带动新单增长，NBV 负增长压力仍大，整体符合预期

1、归母净利润(54.4亿)同比-36.4%，主要源于资本市场波动所致。2022Q1 公司年化总投资收益率 3.7%，同比-0.9pct；年化净投资收益率 3.7%，同比-0.2pct；账面总投资收益同比下滑-34.5%至 173 亿，账面浮盈从 197 亿收窄至 90 亿。集团归母净资产同比-2.3%至 2215 亿元。

2、寿险方面：Q1 新单保费+22%至 284 亿，但主要由银保渠道驱动，整体 Margin 大幅降低。其中：代理人渠道新单保费 92 亿，同比-44.1%；银保渠道新单保费 110 亿，同比+1108%，在低基数下实现高速增长。公司持续聚焦转型，年初起全面启动实施“长航行动”一期工程，推出“芯”基本法，打造“三化五最”的职业营销。Q1 代理人月人均首年保险业务收入同比+19.9%；核心人力的人均产能同比、环比均提升，队伍结构有所好转。业务品质方面，13 月保单继续率 89.0%，同比+5.3pct。

3、财险方面：保费收入同比+14%至 499 亿元，其中车险收入同比+11.8%，非车险收入同比+16.2%。综合成本率同比-0.2pct.至 99.1%，其中赔付率+1.8pct.至 70.4%、费用率同比-2.0%至 28.7%。

投资观点：整体业绩符合预期，3 月后基数压力降低，NBV 降幅有望边际收窄，但预计仍可能落后上市同业，预计全年 NBV 同比-30%。长期公司寿险转型方向非常明确，一是绩优队伍建设与绩优文化建设，二是健康医疗等差异化服务建设，均已取得初步成效。我们预计，2022-2024 年公司归母净利润分别为 212.4 亿、244.2 亿、301.5 亿，YOY 分别为 -20.8%、14.9%、23.5%（前次预估 2022-2024 年归母净利润分别为 270.9 亿、332.2 亿、419.1 亿），降低盈利预测主要考虑到今年股市动荡加剧，下调投资收益率预期所致。目前公司 2022PEV 仅为 0.37(A)/0.26(H)倍，处于历史估值低位。

风险提示：利率快速下行超预期，代理人规模下滑超预期，保障型产品销售不及预期，疫情反复。

### 投资评级

行业	非银金融/保险 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	20.42 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	6,845.04
流通 A 股股本(百万股)	6,845.04
A 股总市值(百万元)	139,775.75
流通 A 股市值(百万元)	139,775.75
每股净资产(元)	23.03
资产负债率(%)	88.79
一年内最高/最低(元)	35.97/19.91

### 作者

夏昌盛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110003	
xiachangsheng@tfzq.com	
周颖婕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060002	
zhouyingjie@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《中国太保-年报点评报告:核心指标符合预期，免税资产配置比例提升驱动 EV 增长，人力大幅下滑拖累负债端表现，后续人力有望维持稳定》2022-03-28
- 《中国太保-半年报点评:2021H1 集团净利润同比+21.5%，寿险 NBV 同比-8.9%，符合预期，寿险转型清晰坚定，成果可期!》2021-08-30
- 《中国太保-季报点评:中国太保一季报点评：净利润同比+1.9%，寿险期交同比+49.5%，符合预期，Q2 负债端表现预计优于同业，长期转型值得期待》2021-04-29

财务数据和估值	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
营业收入(百万元)	422182	440643	430619	455577	486020
增长率(%)	9.52%	4.37%	-2.27%	-2.27%	5.80%
归属母公司股东净利润(百万元)	24584	26834	21242	24415	30146
增长率(%)	-11.4%	9.2%	-20.8%	14.9%	23.5%
每股收益(元)	2.63	2.79	2.34	2.69	3.33
市盈率(P/E)	7.76	7.32	8.71	7.58	6.14
市净率(P/B)	0.91	0.87	0.85	0.79	0.72

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

主要财务指标	2020A	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2020A	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>						寿险保费	211952	211685	206587	206258	203936
每股收益	2.63	2.79	2.34	2.69	3.33	非寿险保费	147734	152643	164412	186216	211253
每股净资产	22.37	23.57	24.09	25.93	28.25	总保费及管理费收入	359686	364328	370999	392474	415189
每股内含价值	47.74	51.80	55.78	61.72	68.45	减: 分出保费	24741	24934	32601	36550	41051
每股新业务价值	1.85	1.39	0.98	1.00	1.08	净保费收入	334945	339394	338398	355923	374138
						减: 净提取未到期责任准备金	5684	2313	13931	16846	13892
<b>价值评估 (倍)</b>						已赚净保费	329261	337081	324467	339077	360247
P/E	7.76	7.32	8.71	7.58	6.14	投资收益	87413	95457	104052	113530	122773
P/B	0.91	0.87	0.85	0.79	0.72	营业收入	422182	440643	430619	455577	486020
P/EV	0.43	0.39	0.37	0.33	0.30	赔付及保户利益	306824	338551	323463	334873	348418
VNBX	-14.73	-22.51	-36.23	-41.49	-44.68	保险业务综合费用	85981	71298	78889	88854	97834
						营业费用	392805	409849	402352	423727	446251
<b>盈利能力指标 (%)</b>						营业利润	29377	30794	28267	31850	39768
净投资收益率	4.90%	4.50%	4.60%	4.60%	4.60%	税前利润	29238	30796	28017	31600	39518
总投资收益率	5.40%	5.70%	5.00%	5.20%	5.20%	所得税	3886	3178	6164	6636	8694
净资产收益率	12.49%	12.14%	9.27%	10.15%	11.57%	归属于母公司股东的净利润	24584	26834	21242	24415	30146
总资产收益率	1.39%	1.38%	1.02%	1.09%	1.25%	少数股东损益	768	784	612	549	678
财险综合成本率	99.00%	99.00%	98.50%	98.50%	98.50%						
财险赔付率	61.40%	69.60%	70.50%	70.50%	70.50%						
财险费用率	37.60%	29.40%	28.00%	28.00%	28.00%						
						<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>盈利增长 (%)</b>						现金及存款投资	213844	229064	255619	276549	297530
净利润增长率	-11.4%	9.2%	-20.8%	14.9%	23.5%	债权投资	1064195	1138303	1293865	1399808	1506008
内含价值增长率	16.0%	8.5%	7.7%	10.7%	10.9%	股权投资	295672	369517	298832	323300	347828
新业务价值增长率	-27.5%	-24.8%	-30.0%	2.0%	8.0%	其他投资	74296	75185	117981	127641	137325
						总投资资产	1648007	1812069	1966296	2127298	2288691
<b>偿付能力充足率 (%)</b>						分保资产	27719	30872	25900	25900	25900
偿付能力充足率 (集团)	300%	266%	280%	280%	280%	其他资产	95278	103223	91390	94764	98480
偿付能力充足率 (寿险)	250%	218%	200%	200%	200%	资产总计	1771004	1946164	2083586	2247961	2413071
偿付能力充足率 (产险)	290%	288%	270%	270%	270%	保险合同负债	1225176	1385333	1527075	1673339	1815608
						投资合同负债	87126	102843	95000	95000	95000
<b>内含价值 (百万元)</b>						次级债	9991	9995	9995	9995	9995
调整后净资产	257,378	287,213	321,679	360,280	403,514	其他负债	227876	215588	213794	213801	213802
有效业务价值	201,942	211,096	214,893	233,461	255,023	负债总计	1550169	1713759	1845864	1992135	2134405
内含价值	459,320	498,309	536,572	593,741	658,537	实收资本	9620	9620	9620	9620	9620
一年新业务价值	17,841	13,412	9,388	9,576	10,342	归属于母公司股东权益	215224	226741	231762	249478	271796
核心内含价值回报率 (%)	12.54%	10.28%	10.53%	10.30%	10.28%	少数股东权益	5611	5664	5960	6349	6869
						负债和所有者权益合计	1771004	1946164	2083586	2247961	2413071
<b>寿险新业务保费 (百万元)</b>											
短险和趸缴新单保费	7,058	4,466	3,573	3,462	3,304						
期缴新单保费	21,977	24,761	19,809	21,790	23,969						
新业务合计	29,035	29,227	23,382	25,252	27,272						
新业务保费增长率 (%)	-26.67%	0.66%	-20.00%	8.00%	8.00%						
标准保费	22683	25208	20166	22136	24299						
标准保费增长率 (%)	-32.61%	11.13%	-20.00%	9.77%	9.77%						

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com