

非银金融

2022年04月29日

中国太保 (601601)

——利润低于预期，银保及团险渠道保费高增

报告原因：有业绩公布需要点评

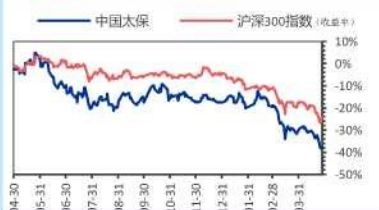
增持 (下调)

市场数据:		2022年04月28日
收盘价(元)		20.42
一年内最高/最低(元)		35.97/19.91
市净率		0.9
息率(分红/股价)		-
流通A股市值(百万)		139776
上证指数/深证成指		2975.49/10628.92

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:		2022年03月31日
每股净资产(元)		23.02
资产负债率%		88.79
总股本/流通A股(百万)		9620/6845
流通B股/H股(百万)		-/2775

一年内股价与大盘对比走势:



证券分析师

许旖珊 A0230520080002
xuyis@swsresearch.com

研究支持

李天奇 A0230120070006
litq@swsresearch.com

联系人

许旖珊
(8621)23297818×转
xuyis@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：中国太保披露 2022 年一季报：实现营业收入 1466 亿，同比-3.1%；归母净利润 54.4 亿，同比-36.4%；实现总保费收入 1497 亿，同比+7.3%；报告期 ROE 2.4%，同比-1.5pct。

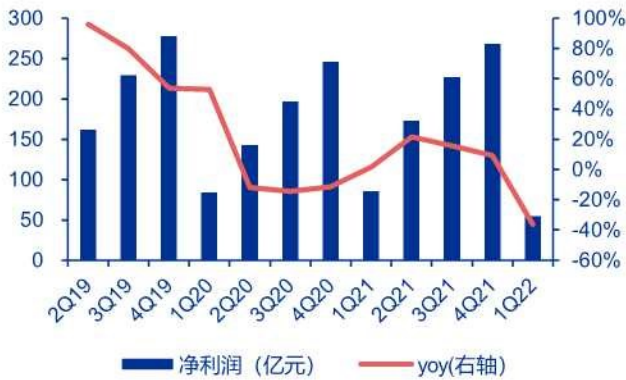
- **受市场波动影响，净利润略低于预期。**1Q22 公司实现净利润 54.4 亿，同比-36.4%，业绩低于我们此前预期(-18%)，预计主要受资本市场波动影响(1Q22 沪深 300 跌近 15%)，使当期总投资收益(投资净收益+公允价值变动)同比下滑 35%。1Q22 公司年化总投资收益率 3.7%，同比-0.9pct；年化净投资收益率 3.7%，同比-0.2pct，基本稳定。
- **多元化渠道建设成效渐显，银保及团险渠道保费高增，核心人力人均产能提升。**1Q22 太保寿险实现保险业务收入 995 亿元，同比+4.2%，主要是银保及团险渠道推动寿险总保费正增长。分渠道看，1Q22 代理人/银保/团体渠道保费收入分别为 793 亿/117 亿/84 亿，yoy-10%/+893%/+39%，其中各渠道新单保费分别 yoy-44%/+1108%/+39%。**1Q22 代理人月人均 FYP 同比+19.9%，核心人力的人均产能显著提升；13 个月保单继续率 89%，同比+5.3pct。但代理人渠道期缴保费 yoy-44.5%，或大幅拖累 NBV 表现。**现公司银保聚焦价值和“芯”业务模式打造的战略，该渠道有望提升价值贡献和占比。
- **产险业务快速增长，综合成本率同比改善。**1Q22 公司实现产险收入 498.6 亿，同比+14%。其中，车险 244.4 亿，yoy+11.8%；非车险 254.3 亿，yoy+16.2%；综合成本率 99.1%，虽环比上年末微升 0.1pct，但同比-0.2pct。随车险综改影响出清以及公司非车险业务的精细化管理，公司综合成本率有望进一步改善。
- **核心/综合偿付能力充足率反向变动，一减一增。**1Q22 寿险核心/综合偿付能力充足率 147%/247% (偿二二期)，环比上年末(偿二一期)分别下降 71pct/上升 29pct，方向反向变动预计主要因为：①核心偿付能力充足率受资本分级影响明显；②公司分级资本总量受各级资本计入上限影响较小；③偿二二期下寿险最低资本显著下降。
- **投资分析意见：利润增速低于预期，下调盈利预测，新业务价值增速拐点仍需等待，下调评级至“增持”(原“买入”)。**考虑到年初至今权益市场震荡下行，我们调低投资收益率假设，从而下调 22-23E 盈利预测，并新增 24E 预测，预计 22-24E 归母净利润为 211 亿、298 亿、328 亿，同比分别-22%、+42%、+10% (原预测 22-23E 为 326、365 亿)。
- **风险提示：**职业营销新增人力低于预期，队伍质态改善低于预期，短期严监管措施对业务产生冲击，长端利率趋势性下行。

财务数据及盈利预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	422,182	440,643	408,818	438,003	462,835
同比增长率(%)	9.5	4.4	-7.2	7.1	5.7
归属于母公司的净利润(百万元)	24,584	26,834	21,059	29,840	32,800
同比增长率(%)	-11.4	9.2	-21.5	41.7	9.9
每股收益(元/股)	2.63	2.79	2.19	3.10	3.41
寿险内含价值	341,348	376,643	408,736	448,759	488,575
新业务价值	17,841	13,412	10,045	11,680	13,815
新业务价值增长率(%)	-27.5	-24.8	-25.1	16.3	18.3

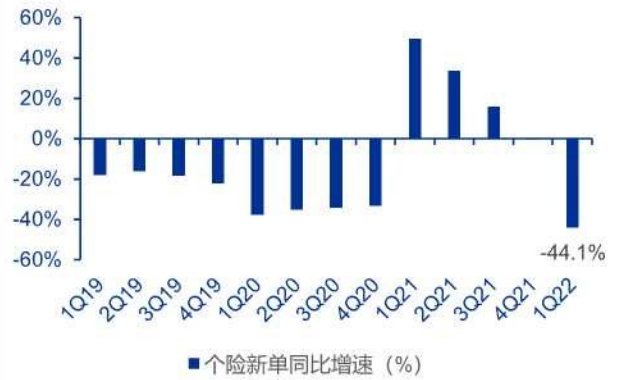
注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图 1：公司净利润及同比增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：个险新单保费收入同比增速



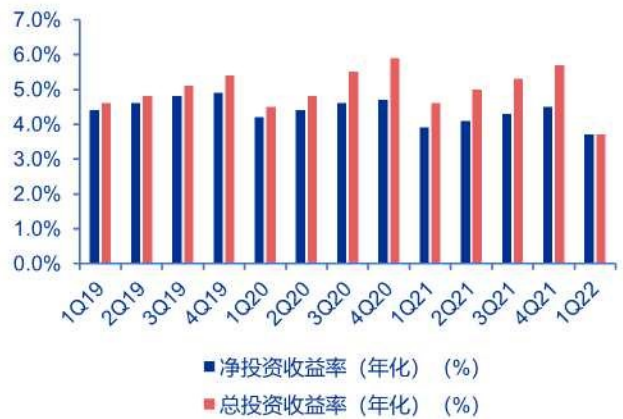
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：太保产险保费收入同比增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：公司年化净/总投资收益率下滑



资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务摘要

人民币：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
一、营业收入	422,182	440,643	408,818	438,003	462,835
已赚保费	331,639	339,535	333,283	346,438	362,745
保险业务收入	362,064	366,782	375,074	389,489	409,542
其中：分保费收入	4,890	3,398	3,500	3,600	3,700
减：分出保费	-24,741	-24,934	-34,457	-37,364	-40,728
提取未到期责任准备金	-5,684	-2,313	-7,334	-5,687	-6,069
非保险业务净收入	3,049	4,488	-1,089	-1,957	-2,249
投资收益	87,494	96,620	76,624	93,522	102,339
二、营业支出	-392,805	-409,849	-383,472	-400,847	-421,749
退保金	-14,421	-22,330	-21,381	-23,333	-25,265
赔付支出	-130,319	-134,789	-136,142	-141,975	-152,218
提取保险责任准备金	-137,019	-152,359	-125,926	-128,438	-128,172
保单红利支出	-11,512	-12,376	-9,805	-11,967	-13,095
分保费用	-1,336	-239	-400	-400	-400
保险业务手续费及佣金支出	-39,495	-30,304	-40,984	-43,604	-47,136
营业税金及附加	-1,044	-1,025	-952	-989	-1,039
业务及管理费	-44,540	-42,099	-43,725	-46,114	-49,135
财务费用	-3,405	-3,441	-2,960	-3,103	-3,272
其他业务成本	-5,320	-6,446	-7,984	-8,352	-133,504
资产减值损失	-4,394	-4,441	-2,375	-2,550	-2,729
三、营业(亏损)/利润	29,377	30,794	25,346	37,156	41,085
加：营业外收入	108	248	0	0	0
减：营业外支出	-247	-246	0	0	0
四、(亏损)/利润总额	29,238	30,796	25,346	37,156	41,085
减：所得税费用	-3,886	-3,178	-3,584	-6,468	-7,371
五、净利润	25,352	27,618	21,762	30,688	33,714
归属于母公司股东的净利润	24,584	26,834	21,059	29,840	32,800
少数股东损益	768	784	703	848	914
六、每股收益	2.63	2.79	2.19	3.10	3.41

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swwhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swwhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swwhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。