

中国太保 (601601.SH) 寿险 NBV 深蹲承压，后续关注产能及人力变动情况

2022 年 08 月 29 日

——中国太保 2022 年中报点评

投资评级：买入（维持）

日期	2022/8/26
当前股价(元)	20.29
一年最高最低(元)	30.15/19.17
总市值(亿元)	1,951.97
流通市值(亿元)	1,388.86
总股本(亿股)	96.20
流通股本(亿股)	68.45
近 3 个月换手率(%)	21.83

股价走势图

数据来源：聚源

相关研究报告

《“长航行动”全面启动，短期承压不改长期转型逻辑—中国太保 2022 年 1 季报点评》 -2022.4.29

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

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

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

吕晨雨（联系人）

lvchenyu@kysec.cn

证书编号: S0790120100011

● 寿险持续深化长航转型，财险稳健扎实增长，维持“买入”评级

公司披露 2022 年中报，2022H1 营业收入 2551.1 亿元、同比+1.0%，归母营运利润 201.0 亿元、同比+9.9%，归母净利润 133.0 亿元、同比-23.1%，主要受到权益市场波动拖累投资收益所致；公司 EV 5090.8 亿元、同比+2.2%，寿险 NBV 56.0 亿元、同比-45.3%，低于此前预期，主要系渠道结构变动导致产品结构变动，margin 下降 14.7pct 至 10.7% 所致。考虑到公司个险渠道转型深化，银保渠道占比提升带来整体 margin 变动，我们调整公司 2022-2024 年 NBV 同比预测至 -28.1%/+15.2%/+17.2%（调前 -9.7%/+14.5%/+9.5%），对应 EV 同比分分别为 +7.6%/+8.2%/+8.3%（调前 +9.8%/+10.9%/+11.1%）。权益市场波动较大，我们下调 2022-2024 年归母净利润预期至 183/310/407 亿元（调前 188/320/421 亿元），对应 EPS 分别为 2.0/3.3/4.4 元。公司寿险持续推动长航计划，个险渠道深化职业营销转型，银保渠道聚焦价值快速增长，财险加速高质量发展，把握新发展机遇，当前股价对应 2022-2024 年 PEV 分别为 0.4/0.3/0.3 倍，维持“买入”评级。

● 个险渠道新单保费同比承压，银保渠道持续发力，关注产能、人力变动情况

公司 2022H1 寿险保费收入 1490.5 亿元、同比+5.4%，新单保费 430.9 亿元、同比+25.5%，其中个险占比 34.3%、银保占比 39.1% 较 2022Q1 提升 0.3pct，较 2021A 明显提升 26.0pct，银保新单保费同比+1125.5%，推动公司新单保费明显增长，个险渠道新单保费受转型深化、疫情影响以及保险需求变化同比-35.1%，不同渠道主销产品差异带来的产品结构变化使得 margin 明显下降 14.7pct 至 10.7%。公司营销员月均举绩率提升 13.9pct 至 64.0%，月均人均期缴产能同比+33.3%，仍高于月均队伍规模同比降幅-51.3%，转型仍在途中，但预计进展领先同业。

● 财险保费保持双位数增长，综合成本率明显改善提升承保利润

公司 2022H1 财险保费收入 915.7 亿元、同比+12.3%，其中车险 481.7 亿元、同比+7.9%，非车险 434.0 亿元、同比+17.6%，较 2022Q1 非车险同比+16.2% 扩大 1.4pct，主要受农险、健康险、责任险带动。综合成本率 97.2%，同比降 2.1pct，赔付率降 0.4pct 至 69.7%，其中车险赔付率降 2.1pct 至 70.3%，预计受疫情影响线下出行带来改善，费用率降 1.7pct 至 27.5%，预计主要系非车险费用管控有效影响。公司财险坚持高质量发展，车与非车保持增长同步驱动，市场地位相对稳定，车险高景气度有望维持，非车险业务中健康险及农险有望保持高速增长。

● 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	401,401	430,621	463,411
YoY(%)	4.2	1.3	9.4	7.3	7.6
内含价值(百万元)	459,320	498,308	535,967	580,052	628,370
YoY(%)	16.0	8.5	7.6	8.2	8.3
新业务价值(百万元)	17,841	13,412	9,641	11,107	13,021
YoY(%)	-27.5	-24.8	-28.1	15.2	17.2
归母净利润 (百万元)	24,584	26,834	18,264	30,976	40,661
YOY (%)	-11.4	9.2	-31.9	69.6	31.3
P/B (倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
投资资产	1,648,007	1,812,069	2,007,350	2,226,400	2,457,946	营业收入	422,182	440,643	451,279	511,592	559,316
其他资产	122,997	134,095	148,546	164,756	181,891	已赚保费	331,639	339,535	373,643	399,712	428,718
资产总计	1,771,004	1,946,164	2,155,896	2,391,156	2,639,837	保费业务收入	362,064	366,782	401,401	430,621	463,411
未到期责任准备金	68,800	71,493	79,099	88,476	99,790	投资净收益	87,413	95,457	75,197	109,325	127,926
未决赔款准备金	47,386	58,420	63,759	71,542	80,841	公允价值变动收益	81	1,163	-	-	-
寿险责任准备金	1,010,194	1,129,622	1,261,184	1,404,266	1,549,582	其他业务收入	4,303	4,714	2,438	2,555	2,672
长期健康险责任准备金	98,796	125,798	144,288	160,220	176,402	营业支出	392,805	409,849	430,320	476,044	512,653
其他负债	324,993	328,426	370,462	416,795	466,626	退保金	14,421	22,330	24,970	27,878	31,041
负债合计	1,550,169	1,713,759	1,918,792	2,141,299	2,373,241	赔付支出	142,851	148,749	168,420	188,851	212,446
归属于母公司所有者权益合计	215,224	226,741	231,326	243,768	260,099	减：摊回赔付支出	-12,532	-13,960	-16,660	-18,687	-21,064
少数股东权益	5,611	5,664	5,779	6,089	6,497	提取保险责任准备金	138,184	155,096	161,589	171,952	176,143
所有者权益合计	215,224	232,405	237,104	249,857	266,597	减：摊回保险责任准备金	-1,021	-2,737	-3,170	-3,518	-3,906
负债及股东权益总计	1,765,393	1,946,164	2,155,896	2,391,156	2,639,837	手续费及佣金支出	39,495	30,304	33,829	36,354	39,202
						管理费用	52,985	50,240	49,466	54,130	59,596
						其他业务成本	5,320	6,446	11,876	19,083	19,197
						营业利润	29,377	30,794	20,959	35,548	46,663
						营业外收入	108	248	186	186	186
						营业外支出	247	246	184	184	184
						利润总额	29,238	30,796	20,961	35,550	46,665
						所得税	3,886	3,178	2,163	3,669	4,816
						净利润	25,352	27,618	18,798	31,881	41,849
						减：少数股东权益	768	784	534	905	1,188
						归母净利润	24,584	26,834	18,264	30,976	40,661
						主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
						成长能力 (%)					
						营业收入同比增长	9.52%	4.37%	2.41%	13.36%	9.33%
						已赚保费同比增长	5.87%	2.38%	10.05%	6.98%	7.26%
						保费收入同比增长	4.19%	1.30%	9.44%	7.28%	7.61%
						归母净利润同比增长	-11.38%	9.15%	-31.94%	69.60%	31.27%
						归母净资产同比增长	20.62%	5.35%	2.02%	5.38%	6.70%
						获利能力 (%)					
						ROE	11.78%	11.88%	7.93%	12.76%	15.70%
						ROA	1.43%	1.42%	0.87%	1.33%	1.59%
						ROEV	5.52%	5.54%	3.51%	5.50%	6.66%
						价值数据 (百万元)					
						新业务价值	17,841	13,412	9,641	11,107	13,021
						内含价值	459,320	498,308	535,967	580,052	628,370
						每股指标 (元)					
						每股收益	2.63	2.87	1.95	3.31	4.35
						每股净资产	22.37	23.57	24.05	25.34	27.04
						每股内含价值	47.74	51.80	55.71	60.29	65.32
						估值比率					
						P/E	7.71	7.07	10.38	6.12	4.66
						P/B	0.91	0.86	0.84	0.80	0.75
						P/EV	0.42	0.39	0.36	0.34	0.31

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2 / 4

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形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