

信义山证汇通天下

证券研究报告

保险 III

中国太保 (601601.SH)

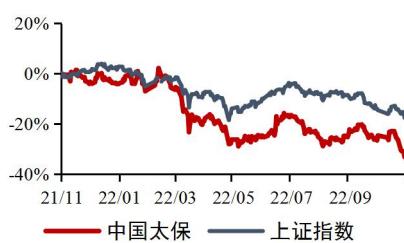
增持-A(首次)

银保新单高增带动整体新单正增长，NBV 同比降幅收窄

2022 年 10 月 30 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2022 年 10 月 28 日

收盘价（元）:	18.01
年内最高/最低（元）:	29.18/18.00
流通 A 股/总股本(亿):	68.45/96.20
流通 A 股市值（亿）:	1,232.79
总市值（亿）:	1,732.62

基础数据：2022 年 9 月 30 日

基本每股收益:	2.11
摊薄每股收益:	2.11
每股净资产(元):	23.63
净资产收益率:	9.13

分析师：

崔晓雁

执业登记编码：S0760522070001

邮箱：cuixiaoyan@sxzq.com

研究助理：

王德坤

邮箱：wangdekun@sxzq.com

事件描述

- 1-3Q22 营收 3604 亿元、同比+2.7%，归母净利润 202.72 亿元、同比-10.6%。已赚保费、投资收益收入占比分别为 81.7%、17.0%，同比分别+7.5%、-16.6%。Q322 营收 1053 亿元、同比+7.0%、环比-3.0%，归母净利润 69.71 亿元、同比+29.5%、环比-11.4%。

事件点评

- **寿险：**银保新单保费高增带动整体新单保费正增长，需注意 NBVM 下滑过快。1-3Q22 新单保费 534.42 亿元、同比+30.8%，其中个险新单 196.65 亿元、同比-25.8%，银保新单 207.61 亿元、同比+1071%，团险新单 130.16 亿元、同比+3.7%。新单高增下，NBV 降幅收窄，1-3Q22 NBV75.48 亿元、同比-37.8% (vsH122 同比-45.3%)。公司个险新单同比仍持下滑趋势、新单高增下 NBV 仍呈下降态势，这主要与公司采取的以“量”补“价”策略有关，寿险 NBVM 可能下滑幅度较大 (H122 NBVM 已同比-14.7pct)。
- **产险：**保费较快增长，承保盈利水平提升。1-3Q22 保险业务收入 1338 亿元、同比+12.5%，其中车险 717 亿元、同比+7.8%，非车险 621 亿元、同比+18.5%。综合成本率 97.8%、同比-1.9pct，其中赔付率 70.2%、同比-0.6pct，费用率 27.6%、同比-1.3pct。
- **资产端：**1-3Q22 净、总投资收益率均为 4.1%，同比-0.2pct、-1.2pct，Q322 末投资资产 1.96 万亿元、较年初+8.3%。
- **精算假设调整侵蚀当期利润。**公司根据监管要求于 Q322 末调整折现率、死亡率等一系列精算假设，从而调增寿险及长健准备金 82.14 亿元，调减利润总额 82.14 亿元，调整值占调减后利润总额的 37.0%。

投资建议

- 预计公司 2022-24E 归母净利润 246.56、286.43、334.25 亿元，同比-8.12%、+16.17%、+16.70%。公司当前股价对应 2022E P/EV 0.32x，处于近 5 年以来绝对低位。考虑到公司新单增速快，对个险&银保渠道改革推进落地执行情况良好，给予公司“增持-A”评级。

风险提示

- 业务结构变化致使 NBVM 下降超预期，代理人流失，长端利率下行等。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明





财务数据与估值:

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	422,182	440,643	452,746	490,650	521,812
YoY(%)	9.52%	4.37%	2.75%	8.37%	6.35%
归母净利润(百万元)	24,584	26,834	24,656	28,643	33,425
YoY(%)	-11.38%	9.15%	-8.12%	16.17%	16.70%
ROE(%)	12.49%	12.14%	11.12%	12.74%	13.78%
EPS(元)	2.63	2.79	2.63	3.05	3.56
EVPS(元)	47.74	51.80	56.47	61.20	66.04
PE	6.85	6.46	6.85	5.90	5.05
PEV	0.38	0.35	0.32	0.29	0.27

数据来源: 最闻, 山西证券研究所



财务报表预测和估值数据汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
已赚保费	331,639	339,535	369,938	384,559	404,307	货币资金	20,878	32,545	34,842	36,978	39,546
投资净收益	87,413	95,457	78,852	89,067	98,508	买入返售金融资产	14,327	13,432	14,775	16,253	17,878
营业收入	422,182	440,643	452,746	490,650	521,812	交易性金融资产	12,473	12,353	15,282	16,219	17,345
退保金	14,421	22,330	22,324	19,950	22,405	定期存款	192,966	196,519	217,762	231,115	247,161
赔付支出	142,851	148,749	149,911	157,607	165,930	可供出售金融资产	596,158	645,381	668,569	709,565	758,829
提取保险责任准备金	138,184	155,096	172,625	196,937	207,254	持有至到期投资	329,360	396,428	477,549	506,832	542,021
保户红利支出	11,512	12,376	11,177	11,271	11,524	长期股权投资	24,443	26,984	22,922	24,328	26,017
手续费及佣金支出	39,495	30,304	26,633	26,817	28,382	资产合计	1,771,004	1,946,164	2,001,889	2,148,721	2,320,653
业务及管理费	52,985	50,240	52,066	56,425	60,008	保户储金及投资款	87,126	102,843	138,838	180,408	228,681
营业支出	392,805	409,849	422,997	456,091	481,483	未到期责任准备金	68,800	71,493	79,170	84,119	88,879
营业利润	29,377	30,794	29,749	34,559	40,329	未决赔款准备金	47,386	58,420	62,404	66,220	69,945
税前利润	29,238	30,796	29,751	34,561	40,332	寿险责任准备金	1,010,194	1,129,622	1,271,913	1,442,830	1,634,810
所得税	3,886	3,178	4,463	5,184	6,050	长期健康险责任准备金	98,796	125,798	149,717	171,521	182,707
净利润	25,352	27,618	25,288	29,377	34,282	应付保单红利	24,351	24,176	26,594	29,253	32,178
归属于母公司股东的净利润	24,584	26,834	24,656	28,643	33,425	负债合计	1,550,169	1,713,759	1,779,457	1,909,975	2,062,803
少数股东损益	768	784	632	734	857	股本	9,620	9,620	9,620	9,620	9,620
险企财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	归属于母公司所有者权益合计	215,224	226,741	216,718	232,983	252,036
EPS(元)	2.63	2.79	2.63	3.05	3.56	少数股东权益	5,611	5,664	5,714	5,764	5,814
BVPS(元)	22.96	24.16	23.12	24.82	26.80	所有者权益合计	220,835	232,405	222,432	238,747	257,850
EVPS(元)	47.74	51.80	56.47	61.20	66.04	内含价值 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
PE(X)	6.85	6.46	6.85	5.90	5.05	调整后净资产	257,378	287,213	333,401	378,051	422,155
PB(X)	0.78	0.75	0.78	0.73	0.67	扣偿后有效业务价值	205,451	214,763	221,467	223,945	227,894
P/EV	0.38	0.35	0.32	0.29	0.27	内含价值	459,320	498,309	543,199	588,764	635,274
净投资收益率	4.70	4.50	4.08	4.05	4.02	一年新业务价值	17,841	13,412	9,945	7,343	7,693
总投资收益率	5.90	5.70	4.02	5.00	5.25	偿付能力充足率 (%)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
财产险综合成本率	99.00	99.00	97.17	97.99	98.69	偿付能力充足率 (寿险)					
财产险赔付率	61.40	69.60	66.41	67.25	67.27	偿付能力充足率 (产险)					
财产险费用率	37.60	29.40	30.76	30.74	31.41	偿付能力充足率 (集团)					

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。(新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级)

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%--15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

