

保险行业转型标杆，领奏价值复苏号角

买入(维持)

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
归属于母公司的净利润(百万元)	26,834	23,807	30,632	34,902
同比增长率(%)	9%	-11%	29%	14%
新业务价值	13,412	9,043	9,795	10,749
新业务价值增长率(%)	-25%	-33%	8%	10%
EVPS	51.80	55.25	60.49	65.12
P/EV	0.53	0.50	0.46	0.42

关键词: #股息率高 #低于重置成本

投资要点

- 当下时点为什么我们看好中国太保?**保险板块隐含经济复苏看涨期权的 β 属性和寿险业负债端复苏的 α 特征。疾风知劲草,复苏见成效,2022年以来中国太保转型成效初显:寿险新业务价值(NBV)自3Q22以来有望连续3个季度实现增速转正,产险核心指标迭创近年来新高。历经疫后放开第一波上涨后,保险板块上涨逻辑从宏观预期到业绩兑现,市场逐步或将重心从资产端过渡至负债端,2023年既是检验险企转型成效关键年,亦是重塑行业寡头格局迎接估值分化的观察年。
- 寿险长航预计于2023年6月底完成首期18个月转型一期工程。**集团和寿险领导对于转型的决心和信心跃然纸上,公司业绩历经“休克疗法”后,核心业务和财务指标于2023年轻装上阵。公司新单和价值率先迎来拐点主要得益于:1)个险队伍核心人力产能稳步提升;2)价值银保渠道托底作用显现;3)公司围绕健康、财富和养老三大核心需求,构建全新的“产品+服务”金三角体系。我们认为公司2023年价值增长动能来自:1)芯基本法牵引下,核心人力占比及其收入水平持续提升。2)随着期缴业务占比和保障储蓄混合类业务贡献提升,NBV Margin有望重回历史中枢(2023:21%)。3)新人产能和留存提升增长源动力。我们预计1Q23上市险企NBV增速排序为:太保(+5%)>国寿(+2%)>平安(-5%)>新华(-6%),太保2023年至2025年NBV同比增速分别为8.3%、9.7%和7.3%。
- 太保产险“续航”转型计划引领下,2022年财险板块ROE有望领跑老三家,取得近年来最好的经营业绩。**我们预计,2023年虽然随着疫情管控放松,车险综合成本率(COR)面临抬升压力,同时近年自然灾害频发使非车赔付凸显,但得益于持续提质增效(例如车险续保能力、农险发展能力、非车发展效益,人均产能指标等),公司ROE将保持在12%左右,提升对集团盈利能力的贡献。
- 盈利预测与投资评级:深度价值,成色依旧,保险行业转型标杆,领奏价值复苏号角。**我们复盘了自集团转型2.0提出以来,2017年至2022年核心财务数据,我们发现太保绝对增速仅次于平安,高于国寿和新华,且整体增速稳定性更强。上市以来公司平均现金分红率超过40%,领跑金融板块,受新会计准则影响相对较小。上海国资及公司高管持续底部增持彰显充足信心。我们预计公司2023年至2025年归母净利润分别为306、349和383亿元(原2023-2024年预测为321和340亿元,并新增2025年预测),同比增速分别为28.7%、13.9%和9.7%。我们给予对应2023年目标价为39.72元/股,上行空间44%,维持“买入”评级。
- 风险提示:**1)芯基本法实施成效不持续;2)集团和寿险公司董事长年近退休对集团“五航”转型成效影响;3)新冠肺炎疫情变异毒株反复

2023年02月17日

证券分析师 胡翔

执业证书: S0600516110001
021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书: S0600522040002
021-60199761

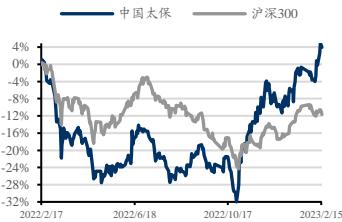
geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.52
一年最低/最高价	17.92/28.31
市净率(倍)	1.19
流通A股市值(百万元)	188,375.54
总市值(百万元)	264,751.80

基础数据

每股净资产(元,LF)	23.06
资产负债率(% ,LF)	89.29
总股本(百万股)	9,620.34
流通A股(百万股)	6,845.04

相关研究

《中国太保(601601):2022年三季报点评:寿险长航转型初显成效,财险利润夯实集团业绩》

2022-10-30

《中国太保(601601):上海国资持续底部增持彰显充足信心》

2022-10-18

内容目录

1. 保险行业：历经疫后放开第一波上涨后，板块上涨逻辑从宏观预期到业绩兑现.....	4
1.1. 从宏观预期到业绩验证	4
1.2. 市场逐步或将重心从资产端过渡至负债端	5
2. 太保寿险：长航行动转型初显成效	6
2.1. 长航行动引领新一轮转型升级	6
2.2. 转型决心跃然纸上，坚定回归以客户为中心	7
2.3. 新单和价值拐点似现，领奏行业负债端复苏号角	9
2.4. 产品侧坚持以客户需求为导向，践行“全家全险全保障”的销售理念	9
2.5. 芯版基本法引领个险转型初现成效	11
2.6. 价值“芯”银保积极探索	12
2.7. 万亿蓝海，加速布局康养市场	13
3. 太保产险：持续巩固续航能力，ROE 领跑老三家	15
3.1. 财险转型成效显著	15
3.2. 2023 年展望：保费增速回暖，承保端 COR 承压	16
4. 深度价值，成色依旧	17
4.1. 转型 2.0 以来，核心指标彰显底蕴	17
4.2. 寿险价值底蕴韧性较强	18
4.3. 分红韧性较强，受新会计准则影响相对较小	19
5. 盈利预测与投资建议	20
5.1. 盈利预测	20
5.2. 上海国资及公司高管持续底部增持彰显充足信心	21
5.3. 维持“买入”评级，给予 39.72 元/股目标价	22
6. 风险提示	24

图表目录

图 1: 历经疫后放开第一波上涨后, 板块上涨逻辑从宏观预期到业绩兑现	4
图 2: 金融板块个股表现与本轮外资净买入额关联度较高	4
图 3: 1Q23 上市险企 NBV 增速预测	5
图 4: 剔除疫情影响, NBV2023 年较 2019 年同比增速	5
图 5: 寿险公司全年重要业务时点	6
图 6: 2021 年公司提出“长航行动”, 引领太保寿险新一轮战略提升	6
图 7: 长航行动 2023: 加快高质量发展主体, 将长航行动转型进一步深入导向	7
图 8: 集团和寿险公司领导对于寿险转型的决心跃然纸上	8
图 9: 公司 NBV 增速有望连续三个季度同比改善	9
图 10: 季度新增人力明显回升	9
图 11: 2022 年以来太保寿险产品线不断丰富完善	10
图 12: 公司核心人力占比同比提升	11
图 13: 7 个月留存率逐季提升 (单位: %)	11
图 14: 公司人均收入逐季提升改善, 步入正循环	12
图 15: 一年内新人产能同比季度提升	12
图 16: 在持续转型推动下, 公司保单继续率持续改善	12
图 17: 芯基本法下公司形成良性循环	12
图 18: 太保家园产品线定位	15
图 19: 太保家园地理版图	15
图 27: 中国太保收取现金股利-向子公司增资-分派给外部股东 (百万元)	20
图 28: 太保产险和太保寿险对集团分红率处于高位	20
图 29: 持有公司 5% 以上股份的股东的最终控制人与公司之间关系图	22

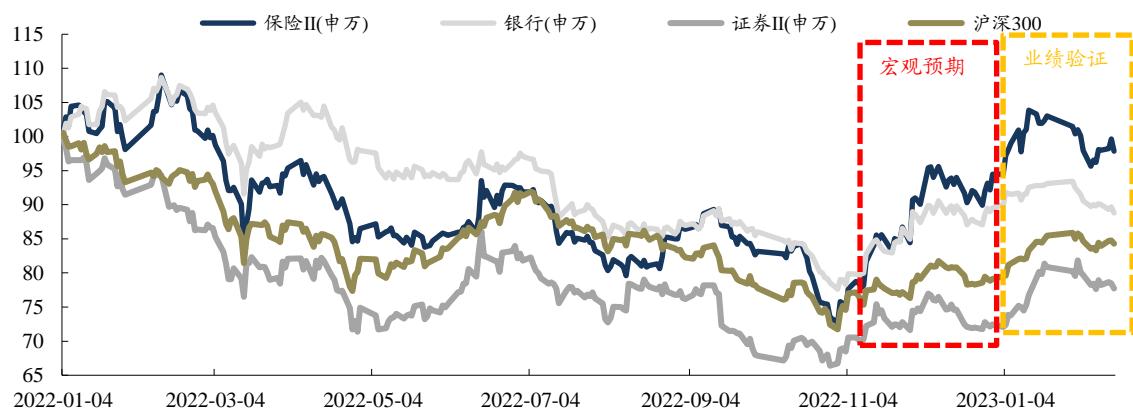
表 1: 上市险企队伍核心指标对比, 太保寿险存在改善空间 (2022 年中期)	11
表 2: 太保家园全国布局一览	14
表 3: 9M22 头部财险公司主要季度经营指标汇总	16
表 4: 2017 年至 2022 年主要内资险企财务数据回顾, 中国太保在 EV 和归母净利润上具备相对增 速优势	17
表 5: 中国太保主要财务及精算指标一览表	20
表 6: 上海国资历年增持梳理	21
表 7: 太保寿险业务 P/EV 估值敏感性分析 (调整前为 1 倍调整后为 0.81)	23
表 8: 中国太保分部估值法 (单位: 百万元人民币)	23
表 9: 中国太保合并利润表预测	25

1. 保险行业：历经疫后放开第一波上涨后，板块上涨逻辑从宏观预期到业绩兑现

1.1. 从宏观预期到业绩验证

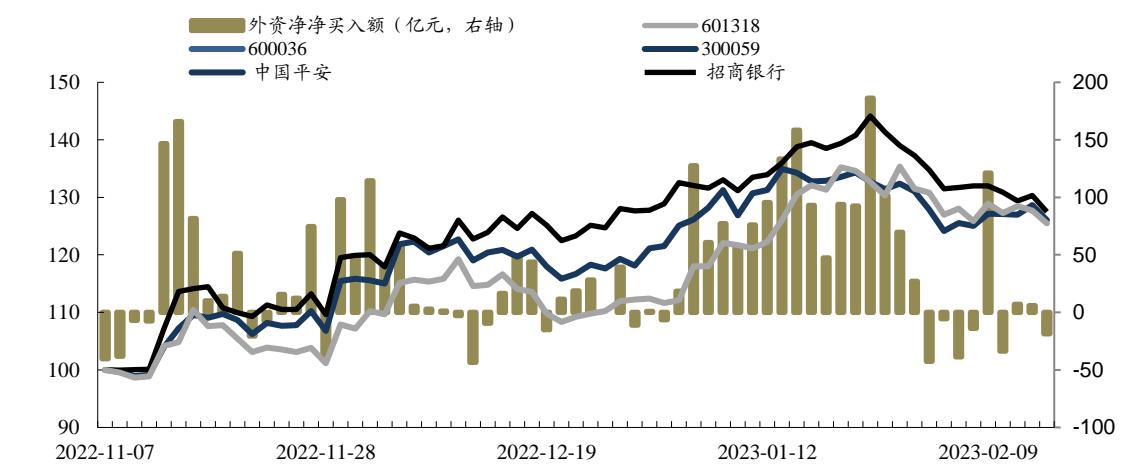
2022年末以来，保险股领奏金融板块和市场反攻号角，我们在年度策略中旗帜鲜明提出资产端底部反转是短期估值修复的核心，长端利率是短期估值修复的胜负手。2022年11月以来，地产纾困政策渐次落地，政策导向彻底扭转，随着经济修复的预期升温，长端利率与权益市场有望迎来共振向上催化，2022年12月至2023年春节前，板块上涨逾40%，领涨金融股板块，虽然估值仍处于历史低位，但反弹空间相对可观。

图1：历经疫后放开第一波上涨后，板块上涨逻辑从宏观预期到业绩兑现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

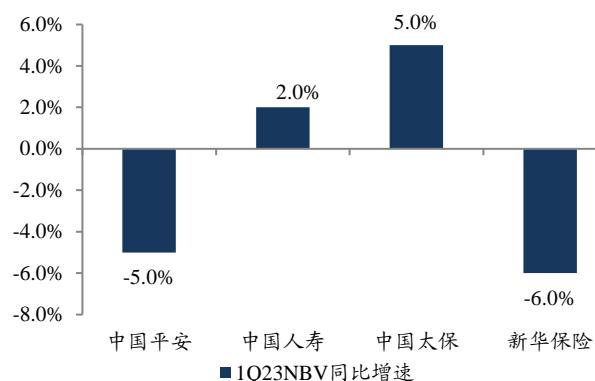
图2：金融板块个股表现与本轮外资净买入额关联度较高



数据来源：Wind，东吴证券研究所；统计时间为：2022年11月1日至2023年2月15日中国平安、招商银行、东方财富股价基期选为100，基期为2022年11月1日

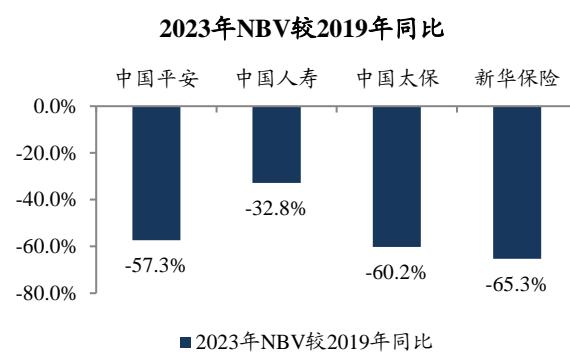
历经疫后放开第一波上涨后，板块估值略有回调，下一阶段关注负债端复苏。我们预计 2022 年 A 股保险板块归母净利润同比下滑 18%，整体表现差强人意。2023 年春节主要在 1 月下半月，相比往年略有提前，受到春节错期影响，叠加去年 12 月疫情完全放开后队伍展业明显受阻，2023 年 1 月新单数据同比增速前高后低，我们建议关注 1Q23 整体预期。我们预计 1Q23 上市险企 NBV 增速基本持平，我们预计 1Q23 上市险企 NBV 增速排序为：太保 (+5%) > 国寿 (+2%) > 平安 (-5%) > 新华 (-6%)，全年上市险企维持 5% 左右正增长判断不变，2023 年仍是复苏拐点年。

图3：1Q23 上市险企 NBV 增速预测



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：剔除疫情影响，NBV2023 年较 2019 年同比增速



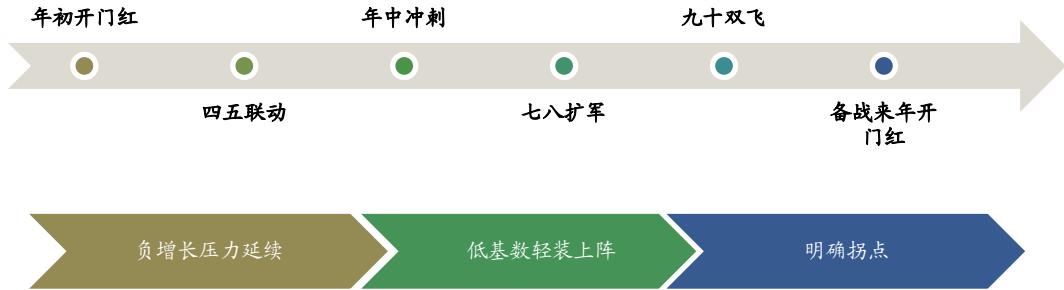
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 市场逐步或将重心从资产端过渡至负债端

疫情对于寿险业的影响深远而复杂。疫情持续散发导致个险渠道线下展业活动受阻，队伍收入下降进而导致队伍增员入口难以打开，同时，疫情影响居民消费观念，居民储蓄意识增强，保险作为可选消费销售困难加大。短期放开对部分寿险公司的负债端压力较大，但信心正在逐渐恢复。随着感染人群陆续进入康复新阶段，在相对确定的前景影响之下，信心正在逐渐恢复。2023 年业务节奏有望预测：“年初负增长压力延续——年中低基数轻装上阵——下半年明确拐点”。从保险公司全年营销活动节奏来看，重要业务时点包括：年初开门红——四五联动——年中冲刺——七八扩军——九十双飞——备战来年开门红。我们预计各险企会拉长 2023 年开门红战线至一季度末，下半年业务增速有望迎来明确拐点。

市场逐步或将重心从资产端过渡至负债端，2023 年既是检验寿险公司转型成效关键年，亦是重塑行业寡头格局迎接估值分化的观察年。历经疫情磨难，寿险公司或主动或被动走上转型变革的道路，我们预计 2023 年作为行业拐点过渡年，一方面将验证此前转型成效，另一方面行业竞争格局或也将重塑，行业寡头格局也将发生悄然变化。

图5：寿险公司全年重要业务时点

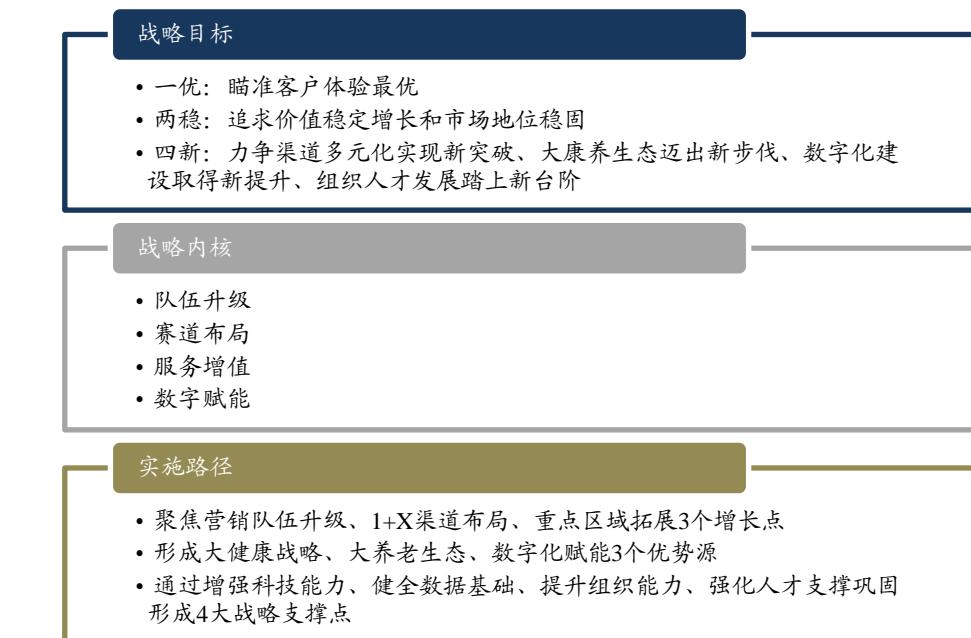


数据来源：东吴证券研究所整理

2. 太保寿险：长航行动转型初显成效

2021年初，太保寿险锚定“打造服务体验最佳的寿险公司做寿险行业长期主义者”的使命愿景，推出“长航行动”并启动深化转型。2022年以来，太保寿险坚持以客户需求为导向，以转型升级驱动发展内核与关键模式的深度转变，职业营销、服务式营销、价值银保、产品+服务体系等系列转型项目集有效落地，成效初步显现。

图6：2021年公司提出“长航行动”，引领太保寿险新一轮战略提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1. 长航行动引领新一轮转型升级

2021年公司提出“长航行动”，引领太保寿险新一轮战略提升。“长航行动”明确提出了“一优、两稳、四新”的战略目标，即瞄准客户体验最优，追求价值稳定增长和市场地位稳固，力争渠道多元化实现新突破、大康养生态迈出新步伐、数字化建设取得新

提升、组织人才发展踏上新台阶。太保寿险着力打造队伍升级、赛道布局、服务增值、数字赋能四大战略内核，并立足近期业务增长、远期动能蓄势和底层能力支撑三个方面，构建“334”战略实施着力点：1.持续聚焦营销队伍升级、1+X渠道布局、重点区域拓展3个增长点；2.形成大健康战略、大养老生态、数字化赋能3个优势源；3.通过增强科技能力、健全数据基础、提升组织能力、强化人才支撑巩固形成四大战略支撑点。

图7：长航行动 2023：加快高质量发展主体，将长航行动转型进一步深入导向



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2022年寿险公司深化落地长航行动，预计于2023年6月底完成首期18个月转型一期工程。2021年7月，寿险公司启动长航转型一期工程的整体设计，确定8个项目集，对渠道、产品+服务、存量业务优化、组织文化体系及宣导等进行全方位转型设计。公司坚定实施长航行动转型，主要工作包括：1.设计18个月规划路线图；2.加强考核夯实人力，尤其是以核心人力为重点的芯版基本法落地考核；3.开展内外勤转型宣导，公司上下同心协力，直面挑战与机遇。今年按计划开展转型落地，推动经营模式转变和升级。其中，个险职业营销项目于2022年1月1日起推出“芯”基本法，打造“职业化、专业化、数字化”的职业营销新模式，优化招募系统与工具，打造需求导向的销售支持系统，升级代理人支持平台“科技个险”，完善训练体系，加快职场升级，在队伍质态等方面已看到初步成效，新的核心指标基本符合预期。如果说，2022年是太保寿险深化转型一期工程，围绕外勤转型，芯基本法为先导；那么2023年转型重点则是深化转型二期工程，围绕内勤转型，组织变革为先导，打造适配转型所需的组织关系。

2.2. 转型决心跃然纸上，坚定回归以客户为中心

蔡强作为太保寿险总经理（首席执行官），执行长航行动转型规划，坚定转型决心。作为太保寿险聘请的外脑，蔡总于2021年4月正式加盟公司。公开资料显示，蔡总曾任法国安盛保险集团（美国公司）个险营销员、地区经理、地区总监，法国安盛保险集团（香港公司）个险总经理、首席执行官，友邦中国首席执行官，友邦集团区域首席执行官，微医集团副董事长兼总裁等。尤其是蔡总于2009年加入友邦，任友邦中国首席

执行官，2017年任友邦保险集团区域首席执行官分管友邦中国内地、马来西亚、越南、中国台湾及缅甸的业务。在蔡强的带领下，2009年至2016年，友邦中国年化新保复合增速达18.6%（集团整体为15.4%），新业务价值复合增速达41.2%（集团整体为26.2%，内地为18.9%），税后营运利润复合增速为30.8%（集团整体为15.6%），新业务价值率从2009年的25.5%提升至2016年的86.4%。蔡总拥有丰富的寿险公司转型经验，并对中国人身险市场的充满信心。

不要低估集团和寿险领导对于转型的决心，在长航行动转型指引下，公司业绩历经的“休克疗法”后，核心业务和财务指标轻装上阵。蔡强总不止一次在公开场合下表示，目前消费者的消费意识更理性也更加专业，不仅体现在消费者对保险的深入理解会超出保险公司的部分销售人员，而且这类消费者的财务需求也更加多元化。中国寿险业需要找到发展的“第二曲线”，要破除旧模式，树立高质量发展的“芯”模式。这不仅要求保险业改变过去粗放经营方式，不能再简单地靠“拉人头”“保费搬家”和短期激励等方式推动业务发展，更需要“芯”转型。在队伍三化转型中，蔡强反复强调职业化，他强调“职业化，即要建立专职、全职的营销员队伍，清除虚假人力”，我们认为核心人才才是检验公司转型成效的重要参考指标。

图8：集团和寿险公司领导对于寿险转型的决心跃然纸上



孔董就如何理解“长航”向投资者阐述自己的理解

转型就是转“心”，即转变观念

蔡强总答投资者对三化转型中职业化理解

蔡强总发言于2021年遵义会议上

蔡强总在2021年遵义会议上发言

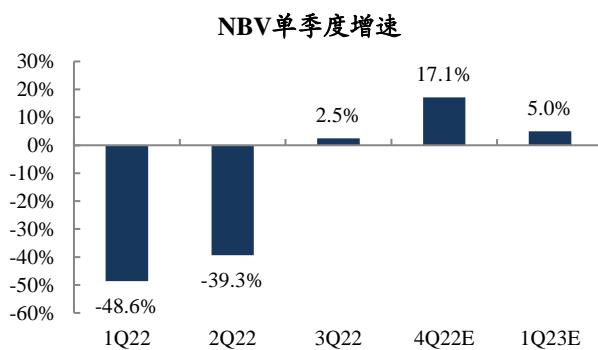
- 在我看来，“长航”不是简单的距离概念，中国太保的“长航”是指从河到江到海到洋的跨越式发展路径。因此，需要不断转型前行，不断“补课”，加强风险管理的靶向作用，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。
- 首先在转型过程中，要有战略定位和决断，需要准确预判到行业下行的深度和速度，深刻认识过去“拉人头、自保件、短期激励”的三板斧旧模式已无法继续。基于以上认识，转型必须是根本性、全面性的。
- 其次，要有战略勇气和决心，必须清楚知道把事做对和做对的事的差异，在做对的事上决心必须坚定，在战略方向上必须保持定力。
- 最后要有战术的执行力和灵活度，需要在转型过程中给予一定的过渡期。
- 目前消费者的消费意识更理性也更加专业，不仅体现在消费者对保险的深入理解会超出保险公司的部分销售人员，而且这类消费者的财务需求也更加多元化。中国寿险业需要找到发展的“第二曲线”，要破除旧模式，树立高质量发展的“芯”模式。这不仅要求保险业改变过去粗放经营方式，不能再简单地靠“拉人头”“保费搬家”和短期激励等方式推动业务发展，更需要“芯”转型。
- 职业化，即要建立专职、全职的营销员队伍，清除虚假人力；与此同时，对于兼职人员给予过渡期，通过新的模式、工具的应用进行能力建设和筛选。

数据来源：中国银行保险报，公司公告，东吴证券研究所

2.3. 新单和价值拐点似现，领奏行业负债端复苏号角

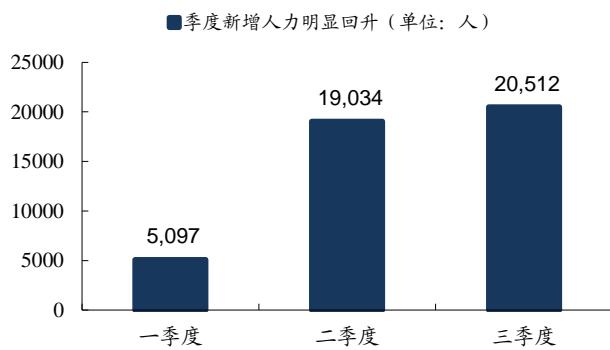
太保寿险 NBV 单季增速有望连续三个季度转正，显著领跑同业，领奏行业负债端复苏号角。2022 年前三季度太保寿险个险/银保/团体渠道新单贡献分别为 37%/39%/24%，各渠道新单累计同比增速分别为 -25.8%/1071.0%/3.7%，单季同比增速分别为 30.9%/883.2%/-35.3%。前三季度 NBV 增速延续逐季向好趋势，累计 NBV 同比下降 37.8%，降幅较上半年进一步收窄，其中 3Q22 单季新业务价值增速由负转正（1Q22 至 3Q22 单季同比增速分别为 -48.6%、-39.3% 和 2.5%），新业务价值（NBV）降幅逐季收窄，率先同业转正。

图9：公司 NBV 增速有望连续三个季度同比改善



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：季度新增人力明显回升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们认为公司 3Q22 以来有望连续三个季度实现 NBV 单季度转正引领行业。公司新单和价值率先迎来拐点主要得益于：1) 队伍产能稳步提升；2) 价值银保渠道托底显现，银保期缴高速增长；3) 产品围绕客户需求，长储产品带动业务增长；4) 价值率稳步提升，得益于“芯”版基本法驱动队伍行为转变、NBS (Needs based selling，以客户需求为导向的销售理念和模式) 流程促进队伍产能提升、活动量常态化销售习惯逐渐形成。

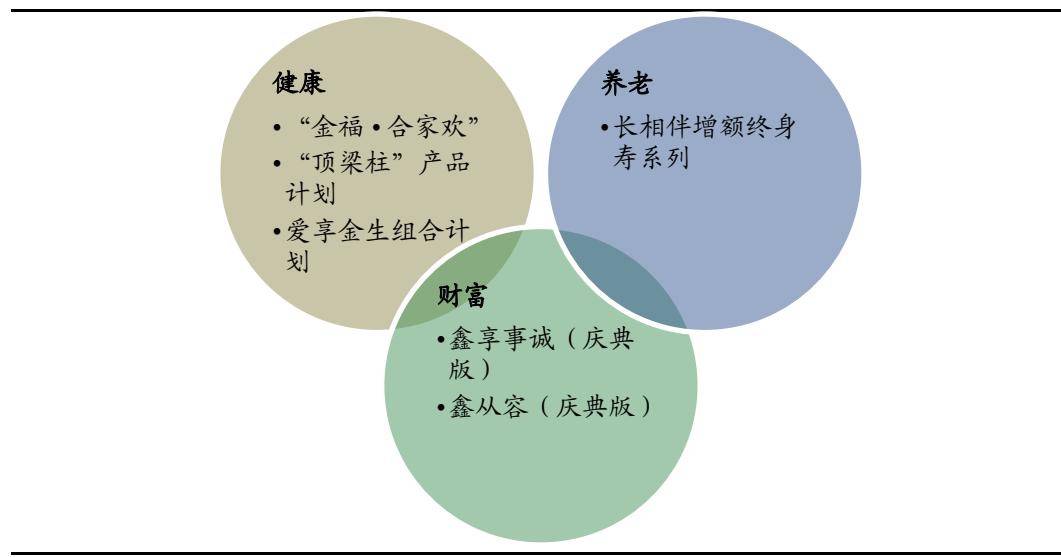
2023 年增长动能值得期待。芯基本法对于牵引队伍的改善起到积极作用，公司鼓励绩优和连续绩优，核心人力占比及其收入水平持续提升。我们认为公司 2023 年价值增长动能包括：1) 队伍产能的提升，自 2Q22 以来公司队伍产能持续出现优化势头，随着转型的推进，成效或将加速显现。2) 价值率的提升，随着期缴业务占比和保障储蓄混合类业务贡献提升，公司 NBV Margin 有望重回历史中枢。3) 新招募代理人，公司的招募体系正转向高质量增员导向，随着新人的产能和留存的持续提升，也将为 2023 年业务增长助力。

2.4. 产品侧坚持以客户需求为导向，践行“全家全险全保障”的销售理念

在长航转型指引下，太保寿险围绕健康、财富和养老三大核心需求，构建全新的“产品 + 服务”金三角体系。在传统重疾险产品因居民可支配收入预期下降叠加人海战术日渐式微的背景下，公司主动深度挖掘市场潜力，坚持以客户需求为导向，践行“全家

“全险全保障”的销售理念，不断完善自身保险产品体系以应对客户不断增长和丰富的保险保障需求。

图11：2022年以来太保寿险产品线不断丰富完善



数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

- 2022年上半年，公司进一步丰富产品供给，推出健康保障产品终身重疾险“金福·合家欢”，为客户提供性价比更优、保障全面、覆盖全生命周期的重疾保障。该产品特点在于在保障重疾保额的同时，适度降低特疾保障赔付（20%，5次），满足不同消费者对于重疾产品的需求
- 公司于2022年11月发布“顶梁柱”产品计划，可匹配客户患大病后长期、高额的收入保障需求。如果客户因病丧失工作能力，“顶梁柱”将每年给付收入损失补偿。在保险期间的设计上，“顶梁柱”考虑了客户对家庭的贡献及社保养老金，60岁之后失能金降低到30%基本保额，一直可延续到88周岁。同时对于60岁之前身故，“顶梁柱”会将至60岁应该领取但未领取的收入损失金一次性补偿到位。满期前身故，支付已交保费。满期生存的客户，无论是否申请过失能金，“顶梁柱”均会通过满期金给付累交保费。
- 公司于2022年10月推出的爱享金生保险产品计划，作为“两全+医疗险”的特殊组合型业务以及市场首款长期返还型防癌医疗产品，对公司提升产品价值贡献能力、应对市场竞争有重要意义。
- 2023年在同业开门红产品仍以传统“年金/两全+万能账户”为核心，附以终身寿险产品趋势下，公司主动转型增额终身寿险。2022年推出养老传承新产品长相伴（臻享版），兼顾年度保额增长和储蓄功能，具有成长性、安全性和灵活性三大特性，搭配太保寿险生命银行、太保家园等专业医养服务，更可以满足全部家庭成员的医疗、教育、养老三大刚性需求。同时，公司积极推动鑫享事诚（庆典版）和鑫从容（庆典版）等中期储蓄型产品销售，满足客户财富规划需求。

2.5. 芯版基本法引领个险转型初现成效

太保寿险在县域地区具有相对优势，高于平安，仅次于国寿。从队伍的核心指标来看，公司队伍的人均产能、人均收入均有改善的空间，公司同时也积极努力补齐中心城区短板。

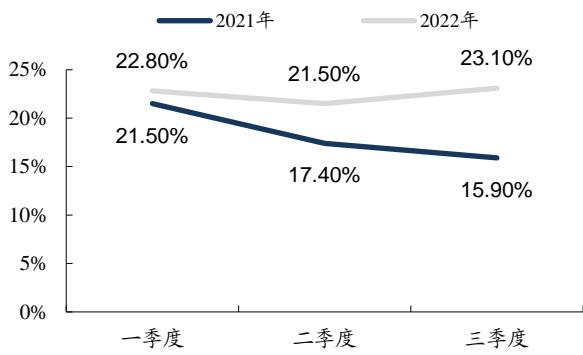
表1：上市险企队伍核心指标对比，太保寿险存在改善空间（2022年中期）

公司名称	个险渠道代理人期末数量 (千人)	代理人平均产能 (元/人/月)	代理人平均收入 (元/人/月)	人均NBV (元/人/年)
中国平安	519	16,154	7,232	31,958
中国人寿	746	16,703	7,515	30,888
中国太保	312	7,906	3,138	16,801
新华保险	318	3,840	2,997	5,946

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

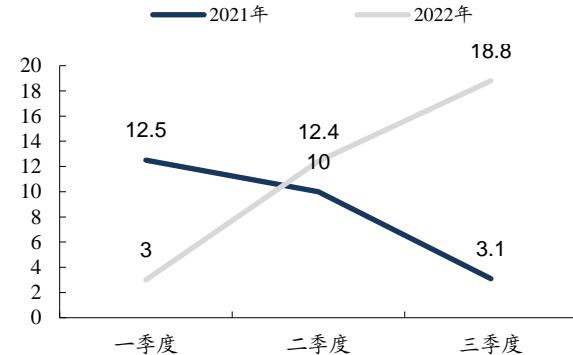
公司积极打造职业化、专业化、数字化职业营销新模式。长航行动作为系统化工程，第一阶段（18个月，2022年1月至2023年6月）核心项目集之一即围绕职业代理人的职业化、专业化、数字化的转型设计展开。主要包括：1.“芯”基本法，建立“优增”到“优才”的闭环体系，主管更加专注选材，新人长航合伙计划正式启动；2.将NBS客户经营纳入先服务后销售的作业闭环，“日拜访、周经营、月计划”助力营销员活动率、产能显著提升；3.“科技个险”平台帮助营销员做好客户经营，管理工作日程，用户使用率和效率逐步提升；4.与国际知名机构合作建立培训体系，线上课程按计划推进；5.推进职场升级，现代化、专业化、开放式的多功能职场开始成为营销员共享工作台。

图12：公司核心人力占比同比提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图13：7个月留存率逐季提升（单位：%）

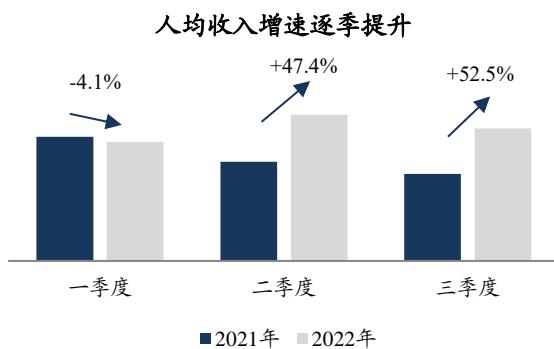


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3Q22公司转型初获成效，核心人力占比提升既是阶段性成果，也是下阶段牵引队伍与价值增长的核心动能。公司强化“芯”基本法推动，队伍规模3Q22逐月企稳，期末总人力为24.5万人，核心人力占比23.1%，同比提升7.2个pct.。公司夯实基础管理，队伍质量稳步改善：长险举绩率逐季提升，月人均首年佣金收入(FYC)增幅逐季扩大，人均收入增速逐季提升。推动募育留一体化破局，优增优育初见成效：季度新增人力明显回升；1年内新人产能同比逐季提升，三季度同比提升近一倍；调研样本中92.7%的

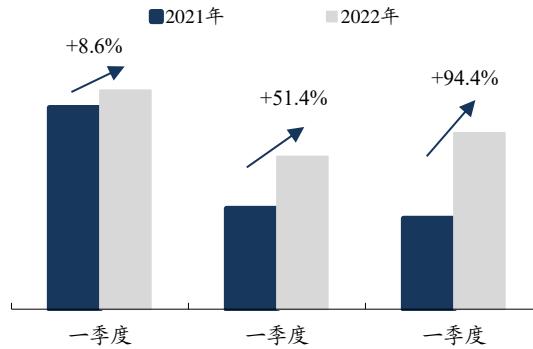
新人有其他工作经历，新人排名前三的行业包括个体工商户/私营业主、民营/外资企业员工、公务员/事业单位；7个月留存率逐季提升，3Q22单季提升15.7个pct.。我们认为核心人力收入的增长是持续专业化、职业化和数字化的保障。3Q22公司核心人力收入基本达到社平工资的1.5倍，长期目标是未来五年内达到社平工资的3倍。

图14：公司人均收入逐季提升改善，步入正循环



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

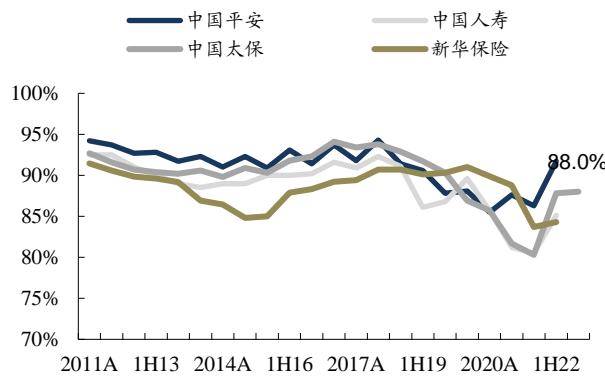
图15：一年内新人产能同比季度提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

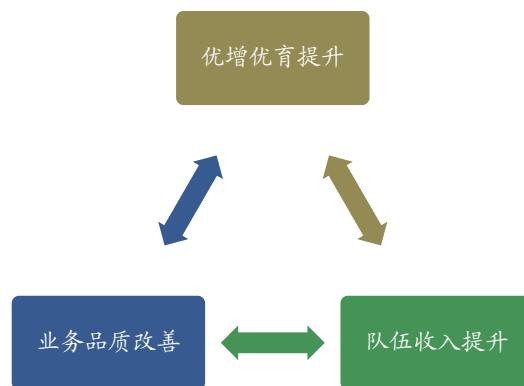
代理人渠道持续推进职业营销改革，着力打造“月计划、周经营、日拜访”的常态化销售、常态化招募的工作模式，业务发展趋向更加均衡，三季度当季新保保费、新保期缴保费均实现同比正增长；公司强化“芯”基本法推动，推进绩优组织建设，优化招募系统流程，完善训练体系，队伍质态进一步优化，月均核心人力占比、核心人力月人均首年保险业务收入、核心人力月人均首年佣金收入均同比提升；业务品质显著改善，个人寿险客户13个月保单继续率88.0%，同比提升7.5个百分点。

图16：在持续转型推动下，公司保单继续率持续改善



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图17：芯基本法下公司形成良性循环



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.6. 价值“芯”银保积极探索

银保渠道今非昔比，专属合作网点试水，探索银保渠道高质量发展。在新冠对个险渠道持续冲击之下，银保渠道新单实现逆势增长，成为各寿险公司达成保费规模的重要补充，主要系受疫情持续蔓延的影响，长端利率迭创新低，理财产品预期收益率下滑，

新发基金产品持续遇冷，权益市场大幅波动等因素交织影响，提供中长期保底收益的银保渠道理财型业务相对优势显现，客户青睐度提升。

公司坚定打造“芯银保”。银保业务聚焦战略渠道，加快“芯”业务模式打造，三大驱动因素如下：1.价值网点，聚焦战略渠道，聚焦省会和中心城市，重点推进渠道网点独家代理销售合作模式；2.价值产品，以“大养老、大健康”为核心，为广大银行保险客户量身定制全生命周期客户产服生态体系；3.高质量队伍，坚持优建、优管、优培，打造专业、高效、高素质的管理干部队伍。前期策略型银保产品主要有鑫红利等长期趸交分红两全保险产品，以及鑫相伴等长险期交传统终身寿险产品。4Q21以来，太保寿险重启银保渠道，初期主要通过趸交产品开拓网点，取得较为理想的效果，2021年银保渠道价值率达到两位数。“芯”银保的发展，将坚持价值导向，在聚焦新业务价值额增长的基础上，后续逐步提升期缴占比，稳步提升银保渠道价值率水平和银保渠道价值贡献占比。

战术上积极与股份行深度合作，价值规模提升可期。1Q22太保寿险重启银保，通过年初趸交业务获得网点资源，之后随着与战略合作银行合作的不断深入合作，期缴业务增速、占比均持续提升。我们预计中长期看，银保渠道将成为新业务价值的重要贡献者（预计2023年将提升至8%）。

2.7. 万亿蓝海，加速布局康养市场

太保寿险持续发力，打造保险+健康管理、养老服务的第二增长曲线，深入“保险产品+养老社区+养老服务”综合解决方案。太保家园入住资格函累计发放已超过1.4万份。太保寿险全方位构建财富、健康、养老的产品+服务“金三角”，通过年金险、长护险和重疾险对接养老社区部分费用，有效提高客户入住高端养老社区的支付能力，发挥“1+1>2”的协同作用。太保家园致力打造“中国养老社区2.0”的典范，将CCRC（持续照料退休社区）与AIP（在熟悉的环境中养老）模式相结合，同时融入符合亚洲人生活习惯的适老化设计。结合公司和行业基本面，我们认为通过养老社区的高品质服务吸引中高净值客群，构建财富、健康、养老的产品+服务“金三角”不失为一种在行业低迷期有益尝试。高品质的服务供给和全国连锁的规模效应是持续发展的护城河，看好公司打造保险+健康管理、养老服务的第二增长曲线。

公司已在7个城市落地8个养老项目，累计开工63.68万平方米，储备养老1.1万张床位，包括成都、大理、杭州、上海东滩、上海普陀、厦门、南京、武汉项目，郑州、三亚、北京等几个意向性项目正在积极推进中；累计已开工54万平方米，在建4894套养老公寓、7966张床位。总投资储备床位达到了1.1万张，居保险行业第2位。太保家园入住资格函累计发放已超过1万份。未来中国太保将围绕区位更佳、规模更优、医养护结合度更高标准展开持续布局，中期目标拓展至13-15个社区。此外，公司还将积极落实大健康、大养老战略，建成一站式大养老生态。一方面深耕颐养、乐养、康养三条产品线，进一步加大康养项目布局力度，全面完成太保家园“东南西北中”全国布局。

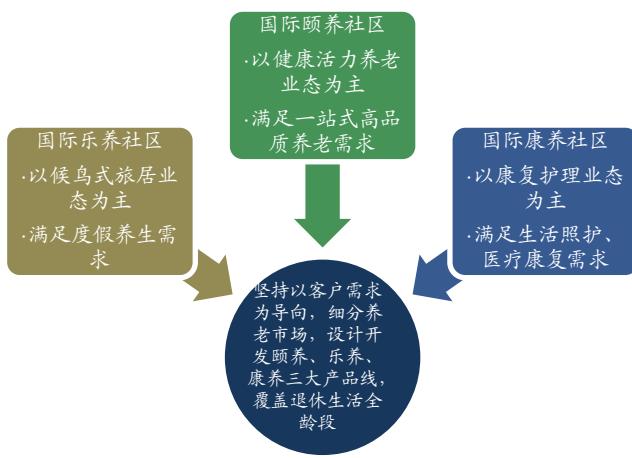
另一方面全力打造运营服务核心能力，凸显“健康长寿”服务特色，以“爱心、匠心、慧心、恒心”，打造高品质服务的太保家园，提供幸福家庭的养老解决方案。

表2：太保家园全国布局一览

地区	区域	类别	定位	建筑面积(万方)	预计开业时间	特色
成都	温江区	颐养	CCRC 养老社区、蜀文化	26.7	2021年	将国际 CCRC 养老社区理念与蜀地文化特色相融合，为独立生活、介助生活、专业护理三类长者提供高品质服务
杭州	临安区	颐养	吴越文化、生态颐养	11	2022年	公区配套约 1.8 万平米，包括游泳池、图书馆、台球室、棋牌室、健身中心、音乐教室、手工室、书画室、SPA 馆、影音室等，满足长者兴趣的培养和深造，打造雅趣共赏的文娱时光。
上海	崇明	颐养	的国际健康养老养生社区	11.7	2023年	打造集度假、休闲、养老养生为一体、体现海派文化特色的高品质国际颐养社区
厦门	环海域	颐养	滨海型高端颐养社区	13.3	2023年	打造富有闽南文化特色的滨海型高端颐养社区，为全国旅居长者及当地常住长者提供高品质服务
南京	仙林区	颐养	城市型精品颐养社区	2.7	2022年	打造绿色、人文、优雅、舒适的城市型精品颐养社区，为自理型、专业护理型长者提供高品质同城化养老服务
武汉	汉阳市	颐养	中高端 CCRC 全龄化养老社区	12.2	2024年	考虑武汉独特的规划形态对武汉老人生活方式的影响，打造 AIP “就地养老”与 CCRC “持续照料社区”相结合精品养老社区，并植入街区化的生活方式
大理	大理镇	乐养	旅居养老	2	2021年	大理物价水平适中，满足异地老人的消费需求。大理地处低纬高原，气候环境宜人，旅游资源丰富
三亚	海棠区	乐养	候鸟式旅居养老	4.3	-	项目定位为疗愈型的健康养生度假中心，社区建成后，可满足全龄人群的居住需求。
上海	普陀区	康养	面向高龄刚需人群，获批普陀区长期护理保险服务示范工作基地	1.7	2022年	突出智能化、医康养融合等特色，生活环境按照适老化、无障碍设计；护理环境上积极应用智慧养老技术成果；面向高龄刚需人群提供高品质介助、介护及失智照护服务。整合与瑞金医院联合建设的互联网医院资源
青岛	市南区	康养	城市型国际康养社区	2	2023年	周边交通配套完善，旅游景点环绕，医疗资源丰富。以高品质照护服务为主，并可提供少量旅居服务。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所，数据截止至 2022 年 10 月；备注：乐养，度假型，以候鸟式旅居业态为主，满足度假养生需求，面向 55~69 岁的低龄老人；颐养，城郊型，以健康活力养老业态为主，满足一站式高品质养老需求，面向 70~79 岁的中龄老人；康养，城市型，以康复护理业态为主，满足生活照护、医疗康复需求，面向 80 岁以上的高龄老人。

图18：太保家园产品线定位



数据来源：太保家园官网，东吴证券研究所

图19：太保家园地理版图



数据来源：太保家园官网，东吴证券研究所

3. 太保产险：持续巩固续航能力，ROE 领跑老三家

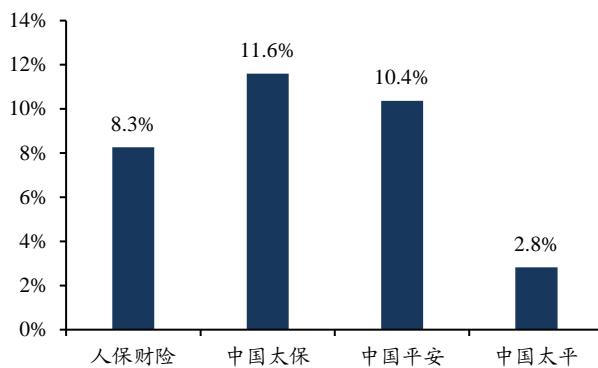
3.1. 财险转型成效显著

2022年太保产险提出“续航”转型计划。在集团转型2.0的引领下，太保产险秉承“四个坚持、三最一引领”。“四个坚持”为坚持高质量发展根本目标、坚持客户经营核心诉求、坚持合规经营基本理念、坚持转型创新主要路径。“三最一引领”为客户体验最佳、业务质量最优、风控能力最强，以及成为行业健康稳定发展的引领者。2022年产险持续巩固续航能力，提质增效，取得近年来最好的经营业绩。

高质量转型引导下公司业务品质改善。太保产险的综合成本率2017年至2021均值为98.7%，较行业龙头略高，但业务品质近年来持续改善。在2014年承保亏损后，公司加大业务转型，保费增速、业务品质、盈利能力逐步改善。2015年至2021年公司ROE中枢提升至12.0%，预计未来三年或将保持12%-13%中枢，对集团的利润贡献稳步提升。集团对太保产险考核指标（KPI）主要包括：综合成本率（最核心）、保费增长率、利润贡献能力、转型类指标（车险续保能力、农险发展能力、非车发展效益，人均产能指标）等。例如个人客户车险续保率从2017年58.0%大幅提升至2021年71.7%，处于行业第一梯队领先水平。

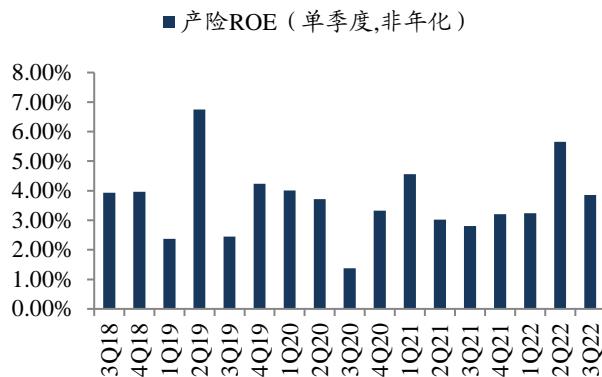
太保产险表现优于同业，承保利润量价齐升夯实集团利润增速。2022年前三季度太保产险实现保险业务收入1,338.85亿元，同比增长12.5%，其中车险/非车险同比增速分别为7.8%/18.5%；综合成本率（COR）同比下降1.9个pct.，其中综合赔付率同比下降0.6个pct.，综合费用率同比下降1.3个pct.；车险、非车险和农险三大板块全部实现承保盈利和COR改善，车险/非车/农险COR同比分别-2pct./-1.1pct./-2.7pct.至97.1%/98.8%/98.9%，得益于公司风险定价能力提升的同时，疫情散发使得出险率下降。根据偿付能力报告摘要，2022年前三季度太保产险实现净利润61.8亿元，同比增长28.3%，对应ROE为12.7%，夯实集团利润增速。

图20: 2022年太保产险增速高于行业平均水平



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图21: 太保产险 ROE 逐年回升至历史较好水平



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2022年前三季度, 太保财险 ROE 领跑老三家。截至 2022 年前三季度, 太保财险累计 ROE 为 12.70%, 领跑老三家及其他主要同业(人保财险: 12.6%; 平安财险: 9.82%; 太平财险: 9.63%; 大地财险: 1.00%; 国寿财险: 4.98%)。太保财险投资收益率远超同业, 3Q22 投资收益率为 4.00% (人保财险: 3.59%; 平安财险: 2.27%), 在 2022 年长端利率下行、权益市场大幅波动的背景下, 太保财险取得如此的投资收益率实属不易。公司综合成本率持续改善, 赔付率及费用率优于行业平均, 公司盈利能力有望进一步提升。

表3: 9M22 头部财险公司主要季度经营指标汇总

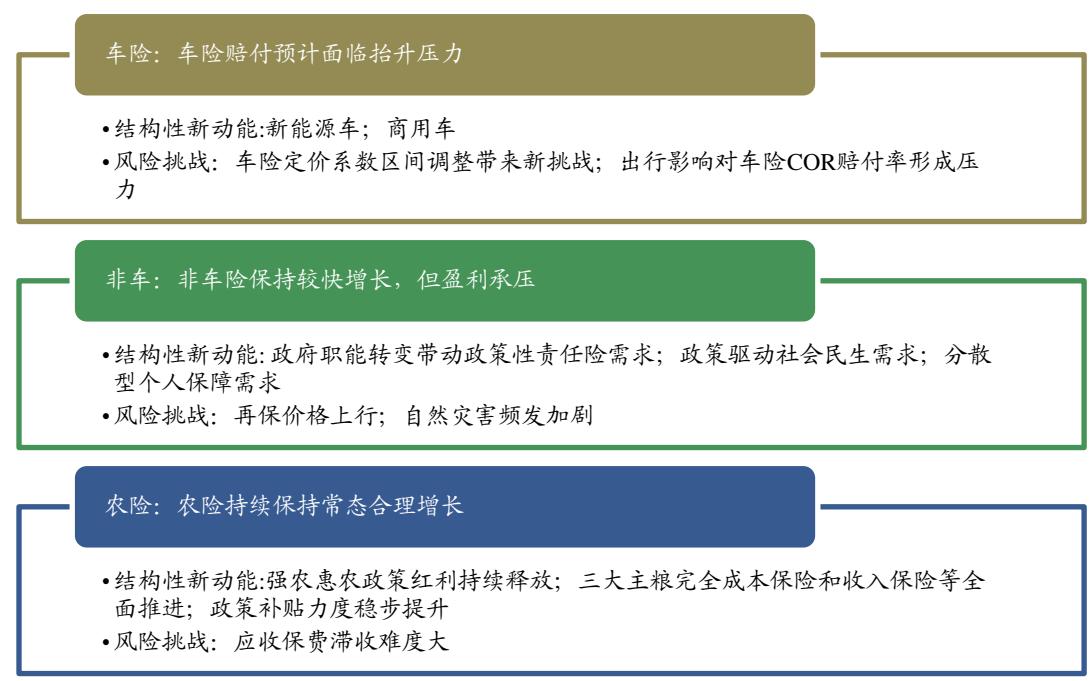
指标名称-累计	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险
净资产收益率 (%)	12.60%	9.82%	12.70%	9.63%	1.00%	4.98%
总资产收益率 (%)	3.60%	2.37%	2.80%	1.53%	0.30%	0.99%
投资收益率 (%)	3.59%	2.27%	4.00%	2.56%	2.12%	1.97%
综合投资收益率 (%)	0.92%	1.87%	2.10%	0.13%	-0.11%	0.54%
综合成本率 (%)	96.09%	97.22%	97.30%	99.29%	101.59%	100.35%
综合费用率 (%)	23.86%	27.79%	27.30%	34.84%	33.67%	29.17%
综合赔付率 (%)	72.23%	69.44%	70.10%	64.45%	67.92%	71.19%
手续费及佣金占比 (%)	7.87%	11.57%	8.30%	12.06%	9.57%	10.12%
业务管理费占比 (%)	14.01%	16.00%	17.20%	19.08%	21.51%	17.18%

数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

3.2. 2023年展望: 保费增速回暖, 承保端 COR 承压

2023年随着疫情管控放松, 车险 COR 将有所抬升, 同时近年自然灾害频发使风险压力凸显。宏观经济回升和积极的财政政策实施利好产险行业发展, 经济结构转型升级和消费主流群体迭代带来多元保险需求, 加速保险行业供给侧结构性改革, 产险行业有望在构建新发展格局中的现代化产业体系建设、乡村振兴、多层次社会保障体系建设、绿色转型等领域取得突破。我们预计, 2023年随着疫情管控放松, 车险 COR 将有所抬升, 同时近年自然灾害频发使风险压力凸显。

图22: 太保产险 2023 年展望: 保费增速回暖, 承保端 COR 承压,



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 深度价值, 成色依旧

4.1. 转型 2.0 以来, 核心指标彰显底蕴

2017 年, 公司主动求变谋划启动转型 2.0, 得益于公司坚持以客户需求为导向, 专注保险主业, 做精保险专业, 坚持“成为行业健康稳定发展的引领者”的愿景, 公司核心财务和保险指标稳定性显著领先上市同业, 包括: 新单增速、寿险 ROEV 等。

表4: 2017 年至 2022 年主要内资险企财务数据回顾, 中国太保在 EV 和归母净利润上具备相对增速优势

指标类型	中国太保	中国平安	中国人寿	新华保险	合计值
价值指标					
EV cagr	13.2%	12.2%	11.9%	11.5%	12.2%
NBV cagr	-19.1%	-14.2%	-9.6%	-23.5%	-9.3%
寿险 ROEV	17.2%	19.0%	14.0%	15.2%	16.4%
规模指标					
个险新单 cagr	-16.2%	-9.2%	0.1%	-8.8%	-6.6%
个险代理人 cagr	-20.4%	-20.7%	-16.3%	-10.5%	-17.9%
寿险原保费收入 cagr	5.0%	3.9%	3.7%	8.3%	4.4%
财务指标					
归母净利润 cagr	10.2%	5.4%	0.4%	8.9%	5.1%
平均分红率	44.1%	30.4%	35.9%	30.2%	33.1%
ROE	11.4%	17.7%	9.3%	12.4%	13.9%

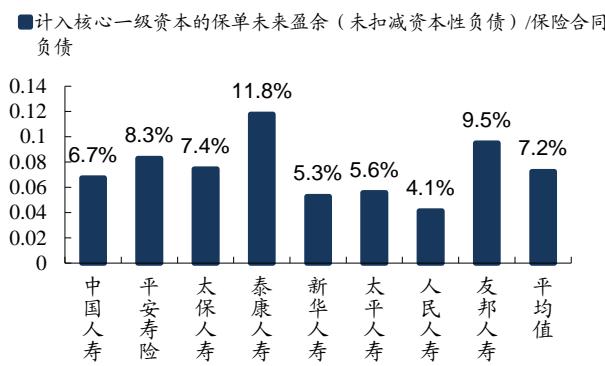
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所; cagr 表明复合增速, ROEV 与 ROE 为 2017 至 2022 年均值。

我们复盘了自 2017 年转型 2.0 提出以来，2017 年至 2022 (E) 年主要上市险企核心财务数据，我们发现太保绝对增速仅次于平安，高于国寿和新华，且整体增速具备优势。2017-2022 年，中国太保内含价值 (EV) 和归母净利润复合增速分别为 13.2% 和 10.2%，均领跑上市同业 (平均值分别为 12.2% 和 5.1%)。相对而言受人力持续下行冲击，个险代理人队伍和 NBV 指标表现相对较弱，2017 年至 2022 (E) 年个险新单和 NBV 复合增速分别为 -20.4% 和 -19.1%，相对稳健的财务指标符合长线机构投资者的偏好。

4.2. 寿险价值底蕴韧性较强

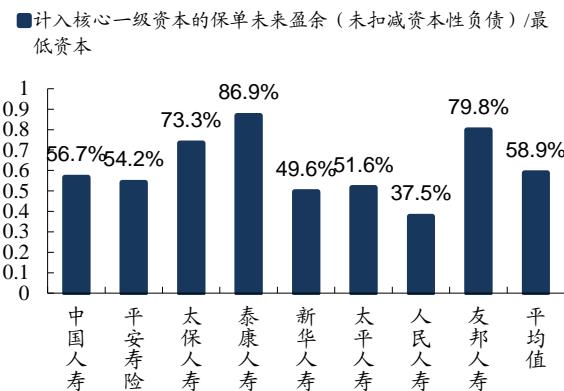
为了更好分析存量保单长期盈利能力，我们使用二期工程下逐季披露的“保单未来盈余/保险合同负债”以表征存量保单盈利能力。需要指出的是，由于披露完整性限制，我们分子选用的是计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债），该指标内涵是每单位的人身险合同负债创造的保单未来盈余，该比值越高表明人身险公司保单盈利能力越强，长期负债经营效率更高。3Q22 末计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债）/保险合同负债由高至低为泰康人寿 (11.8%)、友邦人寿 (9.5%)、平安寿险 (8.3%)、太保人寿 (7.4%)、中国人寿 (6.7%)、太平人寿 (5.6%)、新华人寿 (4.1%)、人民人寿 (4.1%)。

图23: 3Q22 末样本寿险公司长期保单盈利能力对比



数据来源：银保监会，东吴证券研究所；注：使用计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债）/保险合同负债

图24: 3Q22 末样本寿险公司资本经营效率指标



数据来源：银保监会，东吴证券研究所；注：使用计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债）/最低资本

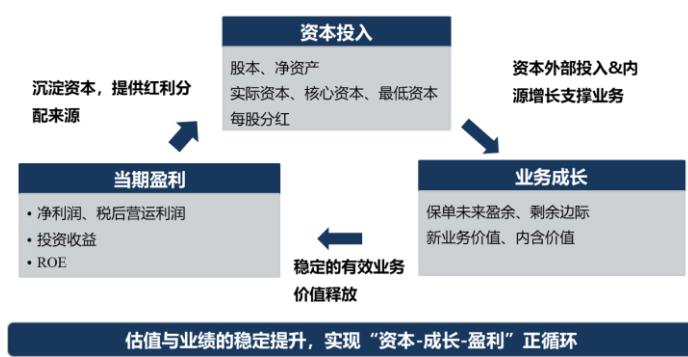
为了更好分析资本经营的效率，我们计算了二期工程下逐季披露的“保单未来盈余/最低资本”指标。需要指出的是，由于披露完整性限制，我们分子选用的是计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债），该指标内涵是每消耗 1 单位要求资本所能创造的长期保单未来盈利，该比值越高表明人身险公司单位资本消耗越低，资本经营效率更高。3Q22 末计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债）/最低资本由高至低为泰康人寿 (86.9%)、友邦人寿 (79.8%)、太保人寿 (73.3%)、中国人寿 (56.7%)、平安寿险 (54.2%)、太平人寿 (51.6%)、新华人寿 (49.6%)、人民人寿 (37.5%)。

4.3. 分红韧性强，受新会计准则影响相对较小

从二期工程探析寿险公司“资本-成长-盈利”正循环。寿险公司股东通过资本投入支撑优质保单业务成长，进而驱动稳定有效业务价值利润释放，内源性资本再投入促成新业务的良性成长，由此实现了资本（净资产、偿付能力充足率、每股分红）、成长（保单未来盈余、剩余边际、新业务价值和内含价值）以及盈利（净利润、营运利润、投资收益、ROE）共生增长。优秀的寿险公司有望通过估值与业绩的稳定提升，实现“资本-成长-盈利”正循环。

公司一直重视对投资者的合理回报，上市以来的年均分红率在上市同业中排名前列。我们预计，公司将在兼顾内外部经营环境变化的基础上，考虑净利润、营运利润、偿付能力充足率等因素，合理确定现金分红水平。

图25：从二期工程探析寿险公司“资本-成长-盈利”正循环



数据来源：东吴证券研究所整理

图26：中国太保现金分红率高于同业



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

近五年中国太保平均现金分红率约为 44%，显著领跑同业。太保集团本身不经营具体业务，集团的分红来源主要来自太保寿险、太保产险、太保资产向集团分红，我们统计了 2013 年至今太保寿险和太保产险对集团的分红情况。我们发现：2013 年至 2021 年太保寿险子公司分红率为 76.9%，太保产险分红率 52.4%，由于自身稳健经营奠定了良好的业务品质基础，叠加以风险导向的“偿二代”实施后，扶优限劣监管思路下优质保险公司资本需求进一步降低，因此在产寿险子公司自身净资产，偿付能力依旧保持稳定充足。

集团历年均有分红留存，夯实应对会计准则变化的韧性。我们计算了公司历年“从子公司收取现金股利-向子公司增资-分派给外部股东”金额发现，即使在如此高的分红率下，2016 年以来集团仍有正向现金流累积，且正向现金流绝对值有增大趋势。这一方面说明两家子公司对资本金消耗较低，另一方面集团有实力稳定未来分红水平。

图27：中国太保收取现金股利-向子公司增资-分派给外部股东（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所，数值为净额

图28：太保产险和太保寿险对集团分红率处于高位



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

我们预计公司 2023 年至 2025 年归母净利润分别为 306.32、349.02 和 382.83 亿元，同比增速分别为 28.7%、13.9% 和 9.7%，集团 EV 分别为 5819.05、6264.35 和 6680.04 亿元，同比增速分别为 9.5%、7.7% 和 6.6%，NBV 分别为 97.95、107.49 和 118.04 亿元，同比增速分别为 8.3%、9.7% 和 9.8%，太保寿险 ROEV 分别为 9.87%、9.63% 和 9.49%，ROE 分别为 12.07%、12.58% 和 12.66%，当前股价对应 2023 年至 2025 年 PEV 分别为 0.46、0.42 和 0.40 倍。

表5：中国太保主要财务及精算指标一览表

主要价值指标（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
集团内含价值	498,309	531,470	581,905	626,435	668,004
有效业务价值	211,096	237,869	257,642	271,712	284,330
集团净资产	226,741	242,369	265,271	289,479	315,411
太保寿险一年新业务价值	13,412	9,043	9,795	10,749	11,804
太保寿险新业务价值率	23.5%	18.1%	19.6%	21.5%	23.6%
太保寿险 ROEV	11.2%	7.9%	9.9%	9.6%	9.5%
集团每股内含价值（元）	51.8	55.2	60.5	65.1	69.4
太保产险综合成本率	99.0%	97.4%	98.2%	98.0%	98.4%
集团投资资产净值增长率	5.4%	4.1%	4.5%	4.4%	4.4%
主要业务指标（百万元）					
保险业务收入	366,782	381,999	391,955	404,030	419,086
太保寿险	211,685	218,203	218,433	220,637	225,010
太保产险	152,643	161,612	171,010	180,503	190,754
月均保险营销员（千名）	525	280	300	320	350
保险营销员每月人均产能（元/人/月）	4,873	7,646	7,377	7,389	7,232

可投资资产	1,812,069	1,980,787	2,150,754	2,315,720	2,480,903
总投资收益率	5.7%	4.1%	4.4%	4.3%	4.3%
净投资收益率	4.5%	4.2%	4.3%	4.2%	4.2%
主要财务指标 (百万元)					
归属于母公司股东净利润	26,834	23,807	30,632	34,902	38,283
太保寿险	18,905	14,303	20,661	23,934	26,841
太保产险	6,352	6,883	7,076	7,756	7,867
基本每股收益 (元)	2.79	2.47	3.18	3.63	3.98
每股净资产 (元)	23.57	25.19	27.57	30.09	32.79
每股股息 (元)	1.0	1.0	1.3	1.5	1.6
ROE	12.1%	10.1%	12.1%	12.6%	12.7%
估值指标					
PEV	0.53	0.50	0.46	0.42	0.40
PB	1.17	1.10	1.00	0.92	0.84
PE	9.9	11.2	8.7	7.6	6.9
股息率	3.6%	3.5%	4.6%	5.3%	5.8%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. 上海国资及公司高管持续底部增持彰显充足信心

上海国资底部持续增持。2022年10月，公司公告收到股东上海国有资产经营有限公司通知，其自2022年5月21日至2022年10月13日期间通过二级市场合计增持公司A股20,446,517股；截至2022年10月13日，上海国资及其一致行动人持股比例达到10.53%，较2022年5月20日的持股比例增加0.21%。股价低位产业资本增持彰显大股东信心，本次增持斥资金额根据交易均价测算约为5.4亿元。本次增持后，上海国有资产经营有限公司（及其一致行动人）持有中国太保比例增加至10.53%，其中持有A股8.30%，H股2.23%，本次增持为A股增持。

表6：上海国资历年增持梳理

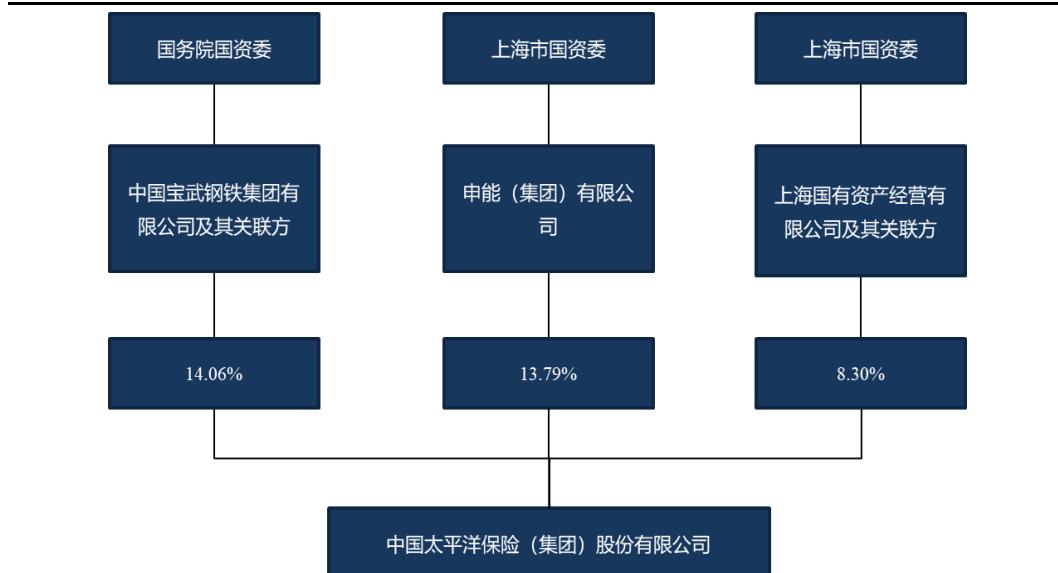
股东单位	起始时间	结束时间	区间交易均价 (交易货币元/ 股)	增持股数 (股)	增持比例	增持股份	斥资金额 (亿元)
上海国资	2021/5/21	2022/10/13	26.3	20,446,517	0.21%	A股	5.4
上海国资	2021/4/14	2022/5/20	28.1	64,166,046	0.67%	A股	18.0
上海国际集团	2021/4/14	2021/5/26	28.6	32,080,200	0.33%	H股	7.6
上海国资	2021/2/2	2021/4/8	40.8	31,267,610	0.33%	A股	12.8
上海国际集团	2020/3/1	2020/12/24	24.1	107,461,800	1.07%	H股	23.0
上海国际集团	2021/4/8	2021/4/8	无偿划转	160,000,000	1.66%	A股	-
上海国际香港	2020/3/1	2021/4/8	27.1	766,800	0.01%	H股	0.2

数据来源：公司公告，东吴证券研究所；注：货币单位为当地货币

中国太保作为上海国资旗下大型综合金融机构，是上海国资金融改革的排头兵。近年来太保先后控股长江养老，入驻国联安基金，旗下安信农险正式更名为太平洋安信农险，旗下太保安联健康获批更名为太平洋健康保险，全保险+多元金融牌照布局日臻完

善。2019 年《上海市开展区域性国资国企综合改革试验的实施方案》提出到 2022 年上海市将在国资国企改革发展重要领域和关键环节取得系列成果，建成以管资本为主的国资监管体制，形成符合高质量发展要求的国资布局。

图29：持有公司 5% 以上股份的股东的最终控制人与公司之间关系图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所；注：上海国资及其一致行动人对公司持股比例达到 10.53%，其中持有 A 股 8.30%，H 股 2.23%，截止 2022 年 10 月 13 日。

公司高管持续增速彰显对转型成功的信心和决心。2022 年 5 月 24 日晚间，上交所信息显示，公司董事长孔庆伟分别于 5 月 23 日和 5 月 24 日买入公司 A 股股份 23,800 股和 5,000 股，买入平均价格分别为 21 元/股和 20.98 元/股，合计增持金额 60.47 万元，这也是孔董首次购买，信号意义极强。总裁傅帆分别于 2022 年 5 月 20 日和 5 月 23 日增持公司 H 股股份 27,800 股和 12,000 股，买入平均价格分别为 17.24 港元/股和 17.7 港元/股，合计增持金额约 69.17 万港元。2022 年年初至今，公司董事和高级管理人员合计购买公司 A 股和 H 股斥资金额逾 270 万人民币。

5.3. 维持“买入”评级，给予 39.72 元/股目标价

我们采用分部估值法对中国太保进行估值。考虑到太保产险稳健的资产端质量和近年来向好的 ROE 水平。我们根据 PB-ROE 体系给予太保产险 1 倍 P/B，根据 PEV-ROEV 体系给予太保寿险投资收益敏感性调整前 1 倍 PEV，但当前市场对寿险公司长期 5% 的投资收益率假设实际仍然较为担心，我们按照敏感性分析假设线性外推给予 100BP 投资收益率假设下调，得到经过调整的 P/EV 估值为 0.81 倍，其余业务我们按照 1 倍 PB 估值，同时给予整体估值 25.5% 折扣（分部估值法缺陷，集团股东不能直接分享到子公司的利益，图 27 显示集团收取现金股利-向子公司增资-分派给外部股东净额大于零，根据公司 2019 年至 2021 年近三年分配平均留存比例 25.5% 计算，给予集团估值折扣 25.5%）。

表7：太保寿险业务 P/EV 估值敏感性分析（调整前为 1 倍调整后为 0.81）

投资收益率假设变动	权益市场波动									
	-20.0%	-15%	-10.0%	-5.0%	0.0%	5.0%	10.0%	15.0%	20.0%	
	-200bp	0.54	0.56	0.58	0.60	0.62	0.64	0.66	0.68	0.70
	-150bp	0.63	0.65	0.68	0.70	0.72	0.74	0.76	0.78	0.80
	-100bp	0.73	0.75	0.77	0.79	0.81	0.83	0.85	0.87	0.89
	-50bp	0.82	0.84	0.86	0.88	0.91	0.93	0.95	0.97	0.99
	0bp	0.92	0.94	0.96	0.98	1.00	1.02	1.04	1.06	1.08
	+50bp	1.01	1.03	1.05	1.07	1.09	1.12	1.14	1.16	1.18
	+100bp	1.11	1.13	1.15	1.17	1.19	1.21	1.23	1.25	1.27
	+150bp	1.20	1.22	1.24	1.26	1.28	1.30	1.32	1.35	1.37
	+200bp	1.30	1.32	1.34	1.36	1.38	1.40	1.42	1.44	1.46

数据来源：公司公告，东吴证券研究所；敏感性分析测算方法如下：由于我们按照评估价值=1*EV+X*NBV 估算，其中 X 根据 P/EV-ROEV 模型倒算得到， $P/EV = (1*EV+X*NBV) / EV$ ；当测算利率下降 50 个基点股票市场不波动时， $P/EV = [1*EV * (1+利率下行 50bps 对 EV 静态冲击) + X*NBV * (1+利率下行 50bps 对 NBV 静态冲击)] / EV$ ，需要指出的是此处的 EV 是静态水平。

保险板块隐含经济复苏看涨期权的 β 属性和寿险业负债端复苏的 α 特征，中国太保有望引领板块走出一波强劲复苏。2022 年，中国太保首提“五航”，在寿险“长航”、产险“续航”、资管“伴航”、太保服务“助航”、公司治理“护航”的指引下，集团转型成效夯实显现。历经疫后放开第一波上涨后，板块上涨逻辑从宏观预期到业绩兑现，市场逐步或将重心从资产端过渡至负债端，2023 年既是检验寿险公司转型成效关键年，亦是重塑行业寡头格局迎接估值分化的观察年，中国太保有望引领板块走出强劲复苏。我们根据分部估值法，给予对应 2023 年目标市值为 3820.99 亿元，目标价为 39.72 元/股，对应当前仍有 44% 上行空间，考虑到当前公司估值极具吸引力，作为保险行业转型标杆，领奏价值复苏号角，我们维持“买入”评级。

表8：中国太保分部估值法（单位：百万元人民币）

分部估值法	集团持股比例	估值方法	倍数	2023E	2024E	对应市值 2023
太平洋财险	98.5%	PB	1.00	53,181	55,543	52,383
太平洋人寿	98.3%	PEV	0.85	435,969	468,300	364,727
长江养老	61.1%	PB	1.00	4,610	4,910	2,817
太平洋资产	99.7%	PB	1.00	4,588	4,888	4,574
太平洋健康	99.7%	PB	1.00	1,200	1,200	1,196
安信农险	51.3%	PB	1.00	1,917	2,001	983
国联安基金	50.8%	PB	1.00	828	919	421
其他及结构化主体	100.0%		1.00	85,784	94,624	85,784
集团折扣	25.5%					
合计值						382,099
目标价（元/股）						39.72

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6. 风险提示

公司长航行动转型持续低于预期。公司以核心人力为考核重心，芯版基本法实施初显成效，但若出现存量队伍质态优化不及预期，新增优增队伍入口迟迟无法打开局面，进而使得寿险业务新单和价值增长持续低迷，则将大幅拖累业绩与估值表现。

中国太保集团董事长孔庆伟和寿险公司董事长潘艳红均年近退休，虽然集团“五航”转型依托公司上下同心协力，但新一届领导班子调整是否对公司转型产生影响仍需时间的检验。

同时新冠肺炎疫情变异毒株反复也将拖累资产端权益市场表现和长端利率水平，进而拖累寿险公司估值水平和投资收益。同时若宏观经济持续无法恢复至疫情前，甚至是放开前的平均水平，则对长端利率和权益市场产生较大压制，拖累寿险板块估值。

表9：中国太保合并利润表预测

人民币：百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
一、营业收入	422,182	440,643	432,698	454,760	470,298	490,520
已赚保费	331,639	339,535	351,177	359,671	369,786	382,465
保险业务收入	362,064	366,782	381,999	391,955	404,030	419,086
其中：分保费收入	4,890	3,398	0	0	0	0
减：分出保费	-24,741	-24,934	-26,861	-28,380	-30,050	-31,928
提取未到期责任准备金	-5,684	-2,313	-3,960	-3,903	-4,193	-4,694
非保险业务净收入	3,049	4,488	-816	-1,412	-1,370	-1,411
投资收益	87,494	96,620	82,337	96,501	101,882	109,466
二、营业支出	-392,805	-409,849	-403,903	-416,807	-426,668	-442,433
退保金	-14,421	-22,330	-16,690	-18,363	-19,966	-21,517
赔付支出	-130,319	-134,789	-148,373	-157,299	-169,078	-178,661
提取保险责任准备金	-137,019	-152,359	-144,568	-142,365	-133,343	-130,491
保单红利支出	-11,512	-12,376	-14,047	-16,463	-17,381	-18,675
分保费用	-1,336	-239	-400	-400	-400	-400
保险业务手续费及佣金支出	-39,495	-30,304	-38,727	-39,996	-41,836	-44,092
营业税金及附加	-1,044	-1,025	-1,068	-1,095	-1,129	-1,171
业务及管理费	-44,540	-42,099	-39,168	-39,982	-40,845	-42,687
财务费用	-3,405	-3,441	-3,195	-3,425	-3,576	-3,675
其他业务成本	-5,320	-6,446	-8,205	-8,734	-9,001	-9,282
资产减值损失	-4,394	-4,441	-5,028	-5,443	-5,869	-6,282
三、营业(亏损)/利润	29,377	30,794	28,795	37,954	43,630	48,087
加：营业外收入	108	248	0	0	0	0
减：营业外支出	-247	-246	0	0	0	0
四、(亏损)/利润总额	29,238	30,796	28,795	37,954	43,630	48,087
减：所得税费用	-3,886	-3,178	-4,446	-6,667	-8,007	-9,031
五、净利润	25,352	27,618	24,349	31,286	35,623	39,056
归属于母公司股东的净利润	24,584	26,834	23,807	30,632	34,902	38,283
少数股东损益	768	784	541	654	721	773
六、每股收益	2.63	2.79	2.47	3.18	3.63	3.98

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>