

中国太保 (601601.SH) 寿险质效改善明显，全年承保利润表现稳健

2024年03月28日

——中国太保 2023 年点评
投资评级：买入（维持）
高超（分析师）
吕晨雨（分析师）
唐关勇（联系人）

gaochao1@kysec.cn

lvchenyu@kysec.cn

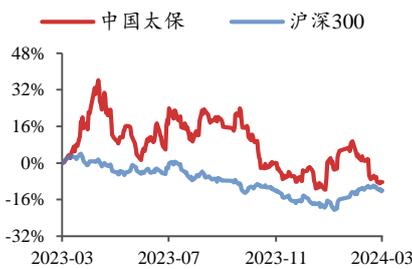
tangguanyong@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790522090002

证书编号：S0790123070030

日期	2024/3/28
当前股价(元)	22.62
一年最高最低(元)	35.38/21.27
总市值(亿元)	2,176.12
流通市值(亿元)	1,548.35
总股本(亿股)	96.20
流通股本(亿股)	68.45
近3个月换手率(%)	31.61

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《NBV 同比优于同业，全年有望维持领先优势——中国太保 2023 年 1 季报点评》-2023.4.28

《转型指标举绩率持续改善，2023 年负债端有望领跑——中国太保 2022 年报点评》-2023.3.27

《长航引领寿险转型效果显现，财险高质量释放利润——中国太保 2022 年 3 季报点评》-2022.10.29

● 寿险质效改善明显，承保利润同比转正，维持“买入”评级

公司披露 2023 年，2023 新/旧假设 NBV 分别 109.6/120.4 亿元，分别较 2022 年同比+19.1%/+30.8%；新准则下归母净利润 272.6 亿元、同比-27.1%，承保利润/投资利润分别+2.8%/-60.8%，权益市场波动拖累全年净利润。考虑公司寿险个险渠道转型深化，银保渠道高增且交费结构改善，margin 同比改善，我们预测 2024-2026E NBV 分别同比 +10.0%/+13.0%/+12.0%，对应 EV 增速 +7.1%/+8.2%/+7.8%，我们上调 2024-2025 年归母净利润预测至 325.0/389.7 亿元（调前 317.5/380.0 亿元），新增 2026E 为 428.7 亿，分别同比 +19.2%/+20%/+10.0%，对应 EPS 分别为 3.38/4.05/4.46 元。公司寿险核心队伍规模企稳、人均收入提升、月均举绩率继续上升、银保价值高增，财险板块稳步增长，成本结构得到改善，2023 年分红比例达 36%，当前股价对应 2024-2026 年 PEV 分别为 0.4/0.4/0.3 倍，维持“买入”评级。

● margin 和举绩率改善明显，银保价值延续高增，负债端保持高景气度

(1) 2023 年末公司调整内含价值经济假设，投资回报率自 5% 至 4.5%，风险贴现率自 11% 至 9%。按 2023 年经济假设（新口径）测算集团/寿险 EV 分别为 5295/4020 亿元，分别同比+1.9%/+1.0%。根据公司敏感性分析结果，我们测算经济假设调整对集团/寿险 EV 影响为-3.6%/-2.7%。(2) 个险转型下产能见效，银保价值高增。新/旧假设 NBV 分别 109.6/120.4 亿元，分别较 2022 年同比 +19.1%/+30.8%，NBV margin 达 13.3%，同比+1.7pct，个险/银保 NBV 分别同比+9%/+116%；(3) 寿险规模保费 2528 亿，同比+3.2%，个险新单期缴达 262 亿，同比+32.3%，月人均/核心人力首年规模保费分别同比+51.8%/+26.6%，举绩率提升 4.5pct 至 67.9%；银保期缴新保规模 90.2 亿，同比+170%；(4) 13 个月/25 个月保单继续率分别+7.7/+10.6pct 至 95.7%/84.0%。寿险合同服务边际余额 3239.7 亿元，较年初-0.8%，新业务合同服务边际 117 亿元，同比+39%。

● 财险综合成本率优于同业，承保利润同比转正但资产端拖累净利润

(1) 财险 COR97.7%，同比+0.7pct，费用率/赔付率分别-0.3pct/+1.1pct。财险服务收入 1771.3 亿元，同比+11.8%，车险/非车险同比 6.2%/+20.4%，非车险占比达 45.6%，提升 2.9pct。车险 COR 达 97.6%，同比+1.1pct，新能源车险同比+54.7%；非车险 COR97.7%，较同期持平。(2) 权益市场下跌及高基数（2022 同期 I9 位重述）导致投资端承压。集团权益类资产占比 14.5%，较年初-0.3pct 总投资收益率/净投资收益率分别 2.6%/4.0%，分别-1.5pct/-0.3pct。

● 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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
保险服务收入(百万元)	249,745	266,167	284,270	310,275	340,671
YoY(%)	-	6.6	6.8	9.1	9.8
内含价值(百万元)	519,621	529,493	566,857	613,317	661,416
YoY(%)	4.3	1.9	7.1	8.2	7.8
新业务价值(百万元)	9,205	10,962	12,058	13,626	15,261
YoY(%)	-31.4	19.1	10.0	13.0	12.0
归母净利润(百万元)	37,381	27,257	32,496	38,971	42,866
YOY(%)	39.3	-27.1	19.2	19.9	10.0
P/B(倍)	1.1	0.9	0.9	0.9	0.8
P/EV(倍)	0.4	0.4	0.4	0.4	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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
投资资产	2,026,283	2,009,336	2,362,577	2,551,583	2,755,709
保险合同资产	305	335	-	-	-
分出再保险合同资产	33,205	39,754	43,028	46,571	50,407
其他资产	11,543	334,626	170,910	193,943	222,610
资产总计	2,071,336	2,343,962	2,533,487	2,745,526	2,978,320
卖出回购金融资产款	119,665	115,819	117,871	119,963	122,098
保险合同负债	1,664,848	1,872,620	2,056,246	2,257,971	2,479,587
分出再保险合同负债	809	-	-	-	-
其他负债	84,342	87,819	91,666	95,899	100,554
负债合计	1,869,664	2,076,258	2,265,783	2,473,833	2,702,239
归属于母公司所有者	196,477	249,586	248,271	251,970	256,039
权益合计					
少数股东权益	5,195	18,118	19,433	19,723	20,041
所有者权益合计	201,672	267,704	267,704	271,693	276,080
负债及股东权益总计	2,071,336	2,343,962	2,533,487	2,745,526	2,978,320

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	332,140	323,945	349,474	384,960	423,529
保险服务收入	249,745	266,167	284,270	310,275	340,671
投资收益	77,510	7,053	61,190	70,627	78,754
汇兑损失	1,085	159	230	230	230
其他业务收入	3,654	3,742	3,785	3,829	3,874
营业支出	-289,600	-291,885	-310,740	-338,520	-372,452
保险服务费用	-213,988	-231,023	-247,637	-271,848	-300,251
分出保费的分摊	-15,427	-15,838	-17,135	-19,076	-21,366
减：摊回保险服务费用	12,609	14,399	14,349	16,123	18,224
承保财务损失	-58,074	-46,741	-51,117	-55,925	-61,207
减：分出再保险财务收益	1,108	1,174	1,278	1,391	1,515
其他支出	-15,828	-13,856	-10,478	-9,186	-9,368
营业利润	42,540	32,060	38,735	46,441	51,077
营业外收入	147	136	136	136	136
营业外支出	-204	-195	-195	-195	-195
利润总额	42,483	32,001	38,676	46,382	51,018
所得税	-4,261	-4,090	-5,415	-6,493	-7,142
净利润	38,222	27,911	33,261	39,888	43,875
减：少数股东权益	841	654	765	917	1,009
归母净利润	37,381	27,257	32,496	38,971	42,866

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)					
营业收入同比增长	3.34%	-2.47%	7.88%	10.15%	10.02%
保险服务收入同比增长		6.58%	6.80%	9.15%	9.80%
保险服务费用同比增长		7.96%	7.19%	9.78%	10.45%
归母净利润同比增长	39.30%	-27.08%	19.22%	19.92%	10.00%
归母净资产同比增长	1.49%	27.03%	-0.53%	1.49%	1.61%
获利能力(%)					
ROE	18.95%	10.43%	12.42%	14.68%	17.14%
ROA	1.85%	1.19%	1.31%	1.45%	87.04%
ROEV	7.36%	5.27%	5.87%	6.50%	6.63%
价值数据(百万元)					
新业务价值	9,205	10,962	12,058	13,626	15,261
内含价值	519,621	529,493	566,857	613,317	661,416
每股指标(元)					
每股收益	3.89	2.83	3.38	4.05	4.46
每股净资产	20.42	25.94	25.81	26.19	26.62
每股内含价值	54.01	55.04	58.92	63.75	68.75
估值比率					
P/E	5.82	7.98	6.70	5.58	5.08
P/B	1.11	0.87	0.88	0.86	0.85
P/EV	0.42	0.41	0.38	0.35	0.33

数据来源：聚源、开源证券研究所

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，属于商业秘密材料，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。

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9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