

中国太保 (601601)

证券研究报告

2024年04月01日

中国太保 23 年报点评：个银双轮驱动，渠道转型领先背景下看好未来进一步夯实竞争优势

投资端拖累 24 年净利润表现。2023A 公司实现归母净利润 272.6 亿元，同比-27.1%（已追溯 I17 准则）；投资收益大幅下滑是拖累公司 23 年全年业绩的主因，公司 23 年实现净投资收益/总投资收益分别为 777/522 亿元，同比+2.3%/-28.3%；2023A 公司净投资/总投资/综合投资收益率分别为 4.0%/2.6%/2.7%，较 2022 年同期分别-30bp/-150bp/+40bp，公司 2023 年应用 IFRS9 新金融工具准则后，权益市场波动对当期报表净利润的冲击程度扩大是总投资收益大幅下滑的原因。

个险银保双轮驱动推动 NBV 正增，银保高质量发展成绩亮眼。公司寿险业务 23 年实现营运利润 273 亿，同比+0.4%。实现 NBV110 亿元（新假设），可比口径下较去年同期+19.1%；NBV margin 提升 1.7Pct 至 13.3%。

个险：渠道实现 NBV91 亿，同比+8.8%。新单期交规保 262 亿，同比+32.3%，驱动个险实现正增长。人力规模 19.9 万人，较上年同期下降 4.2 万；公司稳步推进“长航”转型，代理人产能大幅提升，月人均首年规模保费 1.28 万元，同比+51.8%；核心人力月人均首年规模保费 4.35 万元，同比+26.6%。
银保：渠道实现 NBV19 亿元，同比+116%；期缴新保规模保费 90 亿元，同比+170%。期缴保费大幅增长提升渠道 NBV Margin，带动银保高质量发展。

经济假设调整致 EV 和 NBV 小幅缩水，新假设更贴合现行宏观条件。23 年年报对经济假设进行调整，其中投资回报率假设从 5%下调 0.5%至 4.5%，贴现率从 11%下调 2%至 9%。调整后 2023 年寿险内含价值 4020 亿元，较 2022 年同期+1.0%（未追溯）。新假设/旧假设下 23 年 NBV 分别为 110/120 亿，使用新经济假设后，23 年 NBV 较旧假设-9%。新投资收益率和贴现率假设在现行宏观经济状况下更具信服力，报表真实性有效提升。但由于存量与增量产品结构有所差异的原因，假设调整后 NBV/EV 水平有所下降。

投资观点：23 年公司负债端实现正增长，银保渠道的高质量发展贡献主要动能；年内调整 EV 和 NBV 经济假设提升报表可读性和 EV 可信度。展望 24 年，居民当前风险偏好仍较低，负债端需求依然旺盛，期待公司继续推进“长航”转型背景下，获得领先同业的负债端表现，看好公司未来估值修复空间。目前公司 2023PEV 仅 0.39x，处于估值相对低位，看好公司未来进一步夯实渠道端转型领先优势带来的估值修复空间。

风险提示：行业政策大幅调整；权益市场大幅波动；保单销售不如预期

投资评级

行业	非银金融/保险 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	23 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,845.04
流通 A 股股本(百万股)	6,845.04
A 股总市值(百万元)	157,435.95
流通 A 股市值(百万元)	157,435.95
每股净资产(元)	25.94
资产负债率(%)	88.58
一年内最高/最低(元)	35.38/21.27

作者

杜鹏辉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110523100001	
dupenghui@tfzq.com	
陈嘉言	联系人
chenjiayan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中国太保-季报点评:高质量银保弯道超车, NBV 增速大幅领先同业》 2023-04-29
- 《中国太保-年报点评报告:Q4 价值复苏拐点确立, 看好长期转型成效释放》 2023-03-27
- 《中国太保-季报点评:Q3 净利大超预期, NBV 单季同比+2.5%预计领先同业, 队伍质态持续提升》 2022-10-30

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	332140	323945	327274	349540	378831
增长率(%)	-24.62%	-2.47%	1.03%	6.80%	8.38%
归属母公司股东净利润(百万元)	37381	27257	29042	30090	32418
增长率(%)	39.3%	-27.1%	6.5%	3.6%	7.7%
每股收益(元)	4.13	3.01	3.20	3.32	3.58
市盈率(P/E)	5.58	7.65	7.18	6.93	6.43
市净率(P/B)	1.13	0.89	0.85	0.80	0.75

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

主要财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)						寿险保费	244879	252817	276083	294119	313957
每股收益	4.13	3.01	3.20	3.32	3.58	非寿险保费	169073	188342	210044	232753	255763
每股净资产	20.42	25.94	27.04	28.76	30.62	总保费及管理费收入	413952	441159	486127	526872	569720
每股内含价值	54.01	55.04	57.54	61.20	65.11	减: 分出保费	0	0	0	0	0
每股新业务价值	0.96	1.14	1.26	1.39	1.53	净保费收入	413952	441159	486127	526872	569720
						减: 净提取未到期责任准备金	0	0	0	0	0
价值评估 (倍)						已赚净保费	413952	441159	486127	526872	569720
P/E	5.58	7.65	7.18	6.93	6.43	投资收益	77510	7053	6278	11907	13252
P/B	1.13	0.89	0.85	0.80	0.75	营业收入	332140	323945	327274	349540	378831
P/EV	0.43	0.42	0.40	0.38	0.35	赔付及保户利益	287598	293567	290540	310059	335898
VNBX	-32.41	-28.12	-27.31	-27.46	-27.51	保险业务综合费用	2002	(1682)	2388	3904	4623
						营业费用	289600	291885	292928	313962	340521
盈利能力指标 (%)						营业利润	42540	32060	34347	35577	38310
净投资收益率	4.30%	4.40%	4.60%	4.60%	4.60%	税前利润	42483	32001	34097	35327	38060
总投资收益率	4.20%	5.00%	5.30%	5.40%	5.40%	所得税	4261	4090	4358	4515	4864
净资产收益率	16.42%	11.40%	11.39%	11.21%	11.35%	归属于母公司股东的净利润	37381	27257	29042	30090	32418
总资产收益率	1.80%	1.16%	1.11%	1.04%	0.99%	少数股东损益	841	654	697	722	778
财险综合成本率	97.30%	97.60%	97.00%	96.70%	96.70%						
财险赔付率	68.50%	69.10%	68.70%	68.70%	68.70%						
财险费用率	28.80%	28.50%	28.30%	28.00%	28.00%						
盈利增长 (%)						资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润增长率	39.3%	-27.1%	6.5%	3.6%	7.7%	现金及存款投资	237651	196956	325563	362352	403297
内含价值增长率	4.3%	1.9%	4.5%	6.4%	6.4%	债权投资	1275793	1617983	1647850	1834057	2041305
新业务价值增长率	-31.4%	15.2%	11.0%	10.0%	10.0%	股权投资	425494	354283	380601	423608	471476
						其他投资	87345	80851	150318	167304	186209
偿付能力充足率 (%)						总投资资产	2026283	2250073	2504331	2787321	3102288
偿付能力充足率 (集)	256%	257%	260%	258%	258%	分保资产	0	0	0	0	0
偿付能力充足率 (寿)	218%	210%	215%	214%	213%	其他资产	49403	93889	102699	106329	168538
偿付能力充足率 (产)	202%	214%	235%	217%	222%	资产总计	2071336	2343962	2607030	2893649	3270826
						保险合同负债	1664848.00	1872620.00	1935649	2140669	2357039
内含价值 (百万元)						投资合同负债	0	0	0	0	0
调整后净资产	298,142	237,974	266,531	298,515	334,336	次级债	0	0	0	0	0
有效业务价值	196,477	237,974	287,000	290,245	292,023	其他负债	204816	203638	392455	456906	599086
内含价值	519,621	529,493	553,531	588,760	626,359	负债总计	1869664	2076258	2328104	2597575	2956125
一年新业务价值	9,205	10,962	12,168	13,385	14,723	实收资本	9620	9620	9620	9621	9622
核心内含价值回报率	10.18%	11.41%	11.15%	11.22%	11.28%	归属于母公司股东权益	196477	249586	260158	276626	294516
						少数股东权益	5195	18118	18769	19448	20186
寿险新业务保费 (百万)						负债和所有者权益合计	2071336	2343962	2607030	2893649	3270826
短险和趸缴新单保费	3,150	6,202	6,946	7,571	8,253						
期缴新单保费	19,793	26,175	29,316	31,954	34,830						
新业务合计	22,943	32,377	36,262	39,526	43,083						
新业务保费增长率 (%)	-21.50%	41.12%	12.00%	9.00%	9.00%						
标准保费	20108	26795	30011	32712	35656						
标准保费增长率 (%)	-20.23%	33.26%	12.00%	9.00%	9.00%						

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com