

评级：买入（维持）

市场价格：23.00

分析师：蒋峤

执业证书编号：S0740517090005

Email: jiangqiao@zts.com.cn

分析师：戴志锋

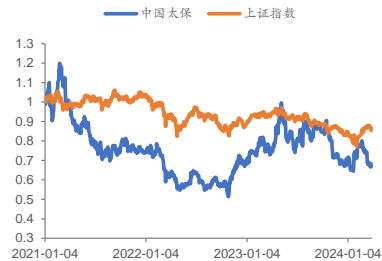
执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	9620
流通股本(百万股)	6845
市价(元)	23.00
市值(百万元)	221300
流通市值(百万元)	157400

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	332140	323945	335209	348878	360139
增长率(%)	-	-2.47%	3.48%	4.08%	3.23%
归属母公司股东净利润	37381	27257	29774	36221	40656
增长率(%)	-	-27.08%	9.24%	21.65%	12.24%
每股收益(元)	3.89	2.83	3.09	3.77	4.23

备注：股价截至 2024 年 3 月 29 日

投资要点

- 事件：中国太保发布 2023 年业绩。总体看，公司利润及价值增长符合预期，寿险核心人力产能大幅提升，产险非车保费较快增长，总体经营表现稳健。
- 1、总体业绩：利润及价值增长符合预期。
  - 1) 利润及净资产。全年归母净利润 273 亿元，同比-27.1%；Q4 单季归母净利润 41.1 亿元，同比-39.3%。归母营运利润 355 亿元，同比-0.4%。归母净资产 2496 亿元，较年初+27.0%，较 Q3 末+4.6%。
  - 2) 假设调整及价值增长。2023 年报将长期投资回报假设和风险贴现率假设分别由 5%、11% 下调至 4.5%、9%。23 年末集团、寿险 EV 分别为 5295、4020 亿元，分别同比+1.9%、+1.0%。太保寿险 NBV 110 亿元，同比+19.1%（可比口径下 NBV 同比+30.8%）；其中个险、银保 NBV 分别同比+8.8%、+115.6%。NBV Margin 13.3%，其中个险/银保 NBV Margin 分别为 29.5%/5.6%。
- 2、寿险：传统险占比提升，核心人力产能大幅提升
  - 1) 保费：太保寿险新保规模保费同比+3.7%；其中个险/银保分别同比+14.2%/+3.6%。个险新保期缴 262 亿元，同比+32.3%；银保新保期缴 90.2 亿元，同比+170.2%。产品结构方面，传统险同比+33.3%，23 年终身寿险热销带动了传统寿险占比提升。
  - 2) 人力：代理人月均人力规模 21 万人，较年初-24.7%，较年中-4.1%。核心人力月人均首年规模保费 43503 元，同比+26.6%。核心人力月人均首年佣金收入 605 1 元，同比+46.3%。核心人力产能大增，未来是贡献新业务价值的重要来源。
- 3、财险：非车保持较快增长，综合成本率符合预期
  - 1) 产险承保利润及保费。太保产险全年承保利润 41.4 亿元，同比-15.6%。太保产险原保费收入 1883 亿元，同比+11.4%，其中车险、非车险分别同比+5.6%、+19.3%。车险、非车险占比分别为 55.0%、45.0%，占比较 22 年稳定。
  - 2) 太保产险承保综合成本率 97.7%，同比+0.8pct。其中承保综合费用率、赔付率分别为 28.6%、69.1%，分别同比-0.3pct、+1.1pct。
- 4、投资：债券大幅增配，定存减配
  - 1) 集团投资资产规模 22501 亿元，较年初+15.0%。债券、股票、权益基金、定存占比分别为 51.7%、8.4%、2.3%、7.3%，分别同比+8.7pct、-0.6pct、-0.2pct、-3.1pct。
  - 2) 净投资收益率 4.0%，同比-0.3pct；总投资收益率 2.6%，同比-1.5pct；综合投资收益率 2.7%，同比+0.4pct。
- 投资建议：总体看，公司利润及价值增长符合预期，寿险核心人力产能大幅提升，

产险非车保费较快增长，总体经营表现稳健。考虑到市场波动对寿险公司投资端影响，我们调整公司 2024-2026 年 EPS 分别为 3.09（前次预测值为 3.41）、3.77（前次预测值为 3.51）、4.23（新增预测值），同比增速分别为 9.2%、21.7%、12.2% 维持买入评级。

- **风险提示：**权益市场大幅度下降，长期无风险收益率大幅度下行，新单保费增速不如预期，寿险改革成效低于预期。

**图表 1：中国太保财务报表及主要财务指标：百万元，%**

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标 (元)</b>					保险服务收入	266167	269361	272593	275864
每股收益	2.83	3.09	3.77	4.23	利息收入	58262	61753	65454	69376
每股净资产	25.94	27.77	30.03	32.57	投资收益	7053	2793	2961	3138
每股内含价值	55.04	60.56	66.61	74.39	其他收益	251	264	277	291
每股新业务价值	1.14	1.21	1.33	1.45	公允价值变动损益	(11712)	(3082)	3267	6927
<b>价值评估 (倍)</b>					汇兑收益	159	167	175	184
P/E	8.12	7.43	6.11	5.44	其他业务收入	3742	3929	4126	4332
P/B	0.89	0.83	0.77	0.71	资产处置收益	23	24	25	27
P/EV	0.42	0.38	0.35	0.31	<b>营业收入</b>	<b>323945</b>	<b>335209</b>	<b>348878</b>	<b>360139</b>
VNBX	-28.12	-30.96	-32.88	-35.38	保险服务费用	231023	236363	239200	242070
<b>盈利能力指标 (%)</b>					其他费用支出	60862	63827	67088	70269
净投资收益率	4.0%	3.2%	3.2%	3.2%	<b>营业费用</b>	<b>291885</b>	<b>300190</b>	<b>306288</b>	<b>312339</b>
总投资收益率	2.6%	2.5%	2.8%	2.9%	<b>营业利润</b>	<b>32060</b>	<b>35018</b>	<b>42590</b>	<b>47800</b>
净资产收益率	10.9%	11.1%	12.5%	13.0%	<b>税前利润</b>	<b>32001</b>	<b>34956</b>	<b>42525</b>	<b>47732</b>
总资产收益率	1.16%	1.19%	1.37%	1.44%	所得税	4090	4468	5435	6101
财险综合成本率	<b>97.7%</b>	<b>98.0%</b>	<b>98.2%</b>	<b>98.6%</b>	<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>27257</b>	<b>29774</b>	<b>36221</b>	<b>40656</b>
财险赔付率	69.1%	69.0%	69.0%	69.0%	少数股东损益	654	714	869	975
财险费用率	28.6%	29.0%	29.2%	29.6%					
<b>盈利增长 (%)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
净利润增长率	-27.1%	9.2%	21.7%	12.2%	货币资金	31455	33342	35343	37463
内含价值增长率	1.9%	10.0%	10.0%	11.7%	定期存款	165501	175431	185957	197114
新业务价值增长率	19.1%	6.5%	9.3%	9.5%	交易性金融资产	581602	616498	653488	692697
<b>偿付能力充足率 (%)</b>					债权投资	82334	87274	92510	98061
偿付能力充足率 (集团)	240%	238%	236%	234%	其他债权投资	1247435	1322281	1401618	1485715
偿付能力充足率 (寿险)	197%	194%	191%	188%	其他权益工具投资	97965	103843	110073	116678
偿付能力充足率 (产险)	198%	197%	196%	195%	其他资产	137670	154210	169860	187944
<b>内含价值 (百万元)</b>					<b>资产总计</b>	<b>2343962</b>	<b>2492879</b>	<b>2648850</b>	<b>2815673</b>
调整后净资产	291519	309010	327551	347204	卖出回购金融资产款	115819	123105	130593	138539
有效业务价值	237973	273615	313267	368495	保险合同负债	1872620	1997513	2093631	2194787
内含价值	529492	582625	640818	715699	应付债券	10285	10932	11597	12303
一年新业务价值	10962	11673	12759	13974	其他负债	77534	75327	105294	137918
核心内含价值回报率 (%)	11.41%	10.24%	10.24%	10.25%	<b>负债总计</b>	<b>2076258</b>	<b>2206878</b>	<b>2341115</b>	<b>2483546</b>
<b>寿险新业务保费 (百万元)</b>					实收资本	9620	9620	9620	9620
趸缴新单保费					<b>归属于母公司股东权益</b>	<b>249586</b>	<b>267172</b>	<b>288905</b>	<b>313298</b>
期缴新单保费					少数股东权益	18118	18830	18830	18830
新业务合计	82876	85009	92918	101772	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>2343962</b>	<b>2492879</b>	<b>2648850</b>	<b>2815673</b>
新业务保费增长率 (%)	2.4%	2.6%	9.3%	9.5%					
标准保费									
标准保费增长率 (%)									

来源：公司公告，中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。