

中国太保 (601601)

2024 年三季度报点评: 投资利差激增, 承保业绩稳定, 价值增速持续改善

2024 年 10 月 31 日

买入 (维持)

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 武欣姝

执业证书: S0600524060001
wuxs@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书: S0600123090002
luoyk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
归母净利润 (百万元)	37,381	27,257	42,784	37,967	43,349
同比增长率 (%)	39%	-27.1%	57%	-11%	14%
新业务价值 (百万元)	9,205	10,962	14,708	16,225	17,198
新业务价值增长率 (%)	-31%	19.1%	34%	10%	6%
EVPS (元/股)	54.01	55.04	62.05	66.29	70.69
P/EV	0.69	0.68	0.60	0.56	0.53

投资要点

■ **事件:** 中国太保 9M24 累计实现归母净利润 383.10 亿元, 同比增长 65.5%, 对应 3Q24 单季增速达 173.6%, 公司业绩符合此前预增公告区间, 系资本市场上涨影响。合并报表公允价值变动损失由 9M23 累计的 -19.17 亿元大幅转正至 9M24 累计的 421.03 亿元。前三季度累计 ROE 达 14.6%, 同比提升 4.7pct., 公司业绩符合预期。

■ **新准则专项分析: 投资利差拉动利润增长, 承保业绩同比稳定。** 9M24 公司实现保险服务收入同比增长 2.3% (其中寿险和产险同比增速分别为 -2.5% 和 +4.4%), 保险服务业绩同比小幅下降 0.5%; 我们搭建的承保利润 (详见附表计算方式) 同比增长 0.6%; 我们搭建的投资利差 (详见附表计算方式) 同比大幅增长 188.7%, 是造成当期净利润激增 65.5% 的核心原因, 9M24 公司披露净/总投资收益率为 2.9%/4.7%, 同比下降 0.1 个/上升 2.3 个 pct., 主要系 9 月末权益市场快速上行带动浮盈释放, 但持续低利率环境压制息类资产收益释放。IFRS9 下, 大量权益投资计入交易性金融资产, 而其他权益工具 (FVOCI 权益) 期末余额达 1268.32 亿元, 占投资资产比例为 4.9% (2023 年末分别为 979.65 亿元和 4.4%), 造成公允价值变动对当期净利润影响较大。

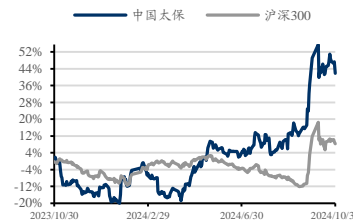
■ **寿险持续收获“长航”转型一期和二期成效, NBV 连续 9 个季度同比持续改善。** 9M24 公司累计实现新业务价值 (NBV) 达 142.38 亿元, 同比增长 37.9%, 对应 3Q24 单季同比增速达 75.3%, 已实现连续 9 个季度同比正增长, 归因来看: 1. 9M24 累计 NBV 新单同比下降 4.8%, NBV Margin 同比提升 6.2 个 pct. 达 20.1%。2. 从渠道来看, 个险和银保规模新保同比增速分别为 16.3% 和 -18.4% (其中核心期缴同比增速分别为 12.4% 和 23.2%), 个险/银保/团政对新保贡献分别为 47.9%/34.0%/18.1%, 渠道更显多元化。月均核心人力规模 5.8 万人, 同比增长 2.4%, 核心人力月人均首年规模保费同比增长 15.0%, 增员人数同比增长 15.5%, 新人产能同比增长 35.0%。太保寿险在新一届班子领导下深化“战略解码”, 升级以客户为中心, 打造产服、客户和数字化经营战略, 经营成效进一步释放可期。

■ **产险坚持可持续的高质量发展, 承保利润保持稳定。** 9M24 太保产险实现原保费收入 1,598.19 亿元, 同比增长 7.7%, 其中车险和非车同比增速为 3.3% 和 12.2%; 实现保险服务收入 1,452.02 亿元, 同比增长 4.1%; 承保综合成本率为 98.7%, 与去年同期持平, 3Q24 略有恶化主要系自然灾害高发造成损失同比提升所致。

■ **盈利预测与投资评级: 投资利差激增, 承保业绩稳定, 价值增速持续改善。** 我们维持盈利预测, 预计 2024-26 年归母净利润为 428、380 和 433 亿元, 买入稳健的高股息红利影子股, 维持“买入”评级。

■ **风险提示: 长航行动转型不及预期, 战略持续成效低于预期**

股价走势



市场数据

收盘价(元)	37.19
一年最低/最高价	21.27/43.01
市净率(倍)	1.31
流通 A 股市值(百万元)	254,567.09
总市值(百万元)	357,780.50

基础数据

每股净资产(元,LF)	28.41
资产负债率(% ,LF)	88.83
总股本(百万股)	9,620.34
流通 A 股(百万股)	6,845.04

相关研究

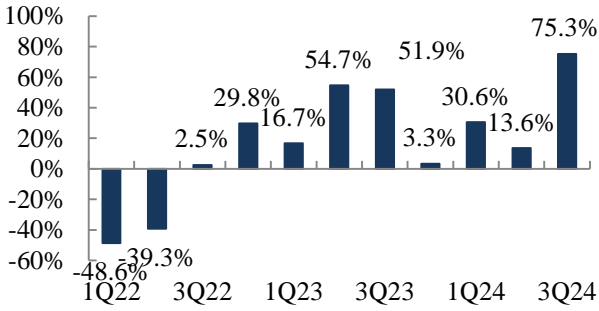
《中国太保(601601): 2024 年前三季度业绩预增公告: 买入稳健的高股息红利影子股》

2024-10-15

《中国太保(601601): 2024 年中报点评: 资负共振, 全面向好》

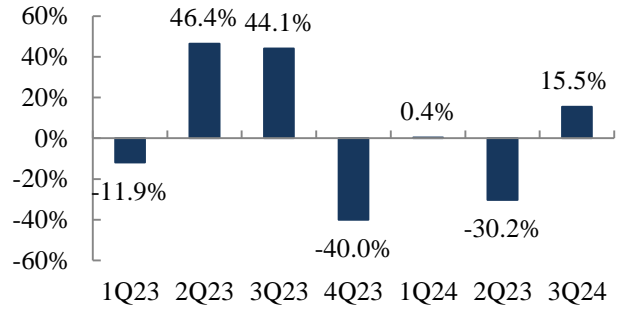
2024-08-30

图1: 太保寿险 NBV 连续 9 个季度同比改善



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 太保寿险 NBV 新单 3Q24 单季度同比改善



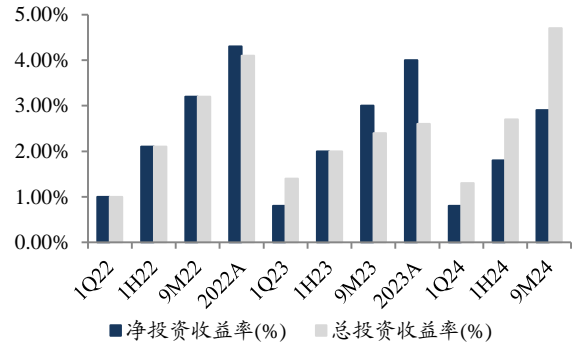
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 太保产险综合成本率同比保持稳定 (单位: %)



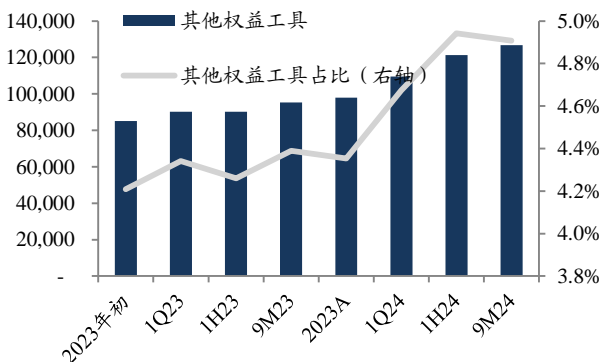
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 公司投资收益率水平同比改善



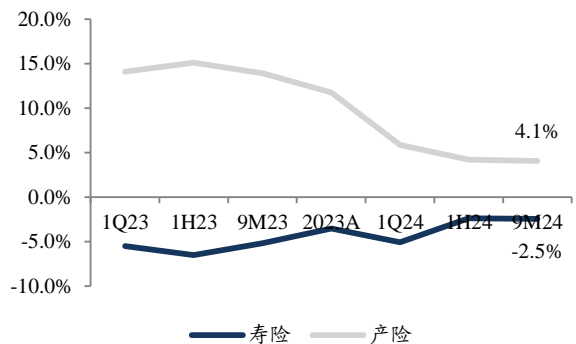
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 太保集团其他权益工具余额和占比稳中有升 (单位: 百万元, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 太保寿险和产险保险服务累计同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表1: 中国太保新准则分析 (单位: 百万元)

新准则分析-累计	1Q23	1H23	9M23	2023A	1Q24	1H24	9M24
保险服务收入	65,390	134,064	204,775	266,167	66,968	137,019	209,409
同比	6.9%	7.4%	7.4%	6.6%	2.4%	2.2%	2.3%
保险服务成本	-55,615	-114,898	-178,175	-231,023	-57,126	-116,298	-182,948
同比	7.6%	9.0%	9.9%	8.0%	2.7%	1.2%	2.7%
保险服务业绩	9,775	19,166	26,600	35,144	9,842	20,721	26,461
同比	3.0%	-1.5%	-7.1%	-1.7%	0.7%	8.1%	-0.5%
承保利润 ¹	9,347	17,720	24,658	33,740	9,644	19,912	24,802
同比	7.9%	-1.2%	-8.0%	2.8%	3.2%	12.4%	0.6%
投资利差 ²	8,009	8,586	8,849	6,021	9,217	12,751	25,551
同比	112.3%	4.6%	-31.4%	-60.8%	15.1%	48.5%	188.7%
归母净利润	11,626	18,332	23,149	27,257	11,759	25,132	38,310
同比	27.4%	-8.7%	-24.4%	-27.1%	1.1%	37.1%	65.5%
归母综合收益	18,102	22,475	18,012	28,785	8,296	27,541	33,560
同比	-2420.8%	124.9%	8906.0%	130.4%	-54.2%	22.5%	86.3%
归母净资产	248,431	242,990	238,520	249,586	257,885	267,310	273,334
同比				27.0%	3.8%	10.0%	14.6%
保险服务毛利率	14.9%	14.3%	13.0%	13.2%	14.7%	15.1%	12.6%
同比	-0.6 个 pct.	-1.3 个 pct.	-2 个 pct.	-1.1 个 pct.	-0.3 个 pct.	0.8 个 pct.	-0.4 个 pct.
合同服务边际		329,048		325,726		332,576	
较年初		0.4%		-0.6%		2.1%	
合同服务边际/ 保险合同负债		18.3%		17.4%		16.0%	
同比				-2.3 个 pct.		-2.2 个 pct.	
ROE-非年化 (披露值)	4.9%	7.6%	9.9%	11.4%	4.6%	9.5%	14.6%
同比	0.2 个 pct.	1.9 个 pct.	-6.2 个 pct.	-7.8 个 pct.	-0.3 个 pct.	1.9 个 pct.	4.7 个 pct.
ROAE (测算)	5.2%	8.3%	10.6%	12.2%	4.6%	9.7%	14.7%
同比				-7 个 pct.	-0.6 个 pct.	1.4 个 pct.	4 个 pct.

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

¹注: 承保利润=保险服务收入-(保险服务费用+(分出保费的分摊-摊回保险服务费用))+提取保费准备金);²注: 投资利差=利息收入+投资收益+公允价值变动+汇兑损益-承保财务净损益-利息支出-信用减值损失

表2: 沪深 300 指数上涨 20%对 A 股上市险企业绩静态影响测算

单位: 百万元	平安	国寿	太保	新华	人保	合计
资产端影响						
1H24 保险资金可投资资产	5,203,251	6,086,485	2,456,027	1,438,991	1,531,827	16,716,581
合计股票余额占比	6.38%	7.26%	9.01%	10.03%	2.94%	7.08%
其中: 交易性金融资产 FVTPL 股票余额	125,895	407,595	175,270	127,474	26,773	863,007
上涨 20%影响	25,179	81,519	35,054	25,495	5,355	172,601
其中: 其他权益工具 FVOCI 中股票余额	206,035	34,144	45,982	16,824	18,214	321,199
上涨 20%影响	41,207	6,829	9,196	3,365	3,643	64,240
负债端影响						
非寿险业务资产占比	12.0%	0.0%	15.0%	0.0%	60.0%	8.4%
寿险业务可投资资产影响幅度	58,420	88,348	37,613	28,860	3,599	216,839
存量分红险和万能险比例	60%	40%	45%	40%	40%	46%
分红实现率	70%	70%	70%	70%	70%	70%
剔除分红险和万能险负债端影响	-24,536	-24,737	-11,848	-8,081	-1,008	-70,210
非寿险业务可投资资产影响幅度	7,966	0	6,638	0	5,398	20,002
结果分析						
对集团内含价值净影响	41,850	63,610	32,402	20,779	7,990	166,631
1H24 末集团内含价值	1,476,108	1,404,536	568,766	268,368	296,284	4,014,062
对期末内含价值影响	2.84%	4.53%	5.70%	7.74%	2.70%	4.15%
对集团净利润净影响	15,873	58,694	25,668	18,356	4,755	121,435
2023 年末静态归母净利润	87,575	35,541	23,149	9,542	20,503	176,310
对期末净利润影响	47.8%	179.0%	140.0%	217.8%	39.0%	94.5%
对净资产净影响	41,850	63,610	32,402	20,779	7,990	166,631
1H24 末静态净资产	931,208	493,834	267,310	90,025	253,020	2,035,397
对期末归母净资产影响	4.49%	12.88%	12.12%	23.08%	3.16%	8.19%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表3: 中国太保利润表 (新准则下对 2022 年数据进行重述)

单位: 百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
一、营业总收入	332,140	323,945	506,446	287,530	369,670
保险服务收入	249,745	266,167	416,118	236,247	303,737
利息收入	0	58,262	91,085	51,713	66,486
投资收益	77,510	7,053	11,026	6,260	8,049
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	401	-386	-603	-343	-440
其他收益	183	251	392	223	286
公允价值变动收益/(损失)	-61	-11,712	-18,310	-10,395	-13,365
汇兑损失	1,085	159	249	141	181
其他业务收入	3,654	3,742	5,850	3,321	4,270
资产处置	24	23	36	20	26
二、营业总支出	-289,600	-291,885	-456,325	-259,074	-333,085
保险服务费用	-213,988	-231,023	-361,175	-205,053	-263,632
分出保费的分摊	-15,427	-15,838	-24,761	-14,058	-18,074
减: 摊回保险服务费用	12,609	14,399	22,511	12,780	16,431
承保财务损失	-58,074	-46,741	-73,074	-41,487	-53,339
减: 分出再保险财务收益	1,108	1,174	1,835	1,042	1,340
提取保费准备金		-109	-170	-97	-124
利息支出	-2,752	-2,628	-4,109	-2,333	-2,999
手续费及佣金支出	-	-7	-11	-6	-8
税金及附加	-424	-445	-696	-395	-508
业务及管理费	-6,204	-7,397	-11,564	-6,565	-8,441
信用减值损失	-2,013	48	75	43	55
其他资产减值损失	-	-253	-396	-225	-289
计提资产减值准备	-5,303	-	0	0	0
其他业务成本	-1,036	-1,148	-1,795	-1,019	-1,310
三、营业利润	42,540	32,060	50,122	28,456	36,585
加: 营业外收入	147	136	213	121	155
减: 营业外支出	-204	-195	-305	-173	-223
四、利润总额	42,483	32,001	50,029	28,404	36,518
减: 所得税	-4,261	-4,090	-6,394	-3,630	-4,667
五、净利润	38,222	27,911	43,635	38,730	44,197
归属于母公司股东的净利润	37,381	27,257	42,784	37,967	43,349

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>