

中国太保 (601601)

2022 年报点评: 价值显拐点, 分红有韧性

买入 (维持)

2023 年 03 月 26 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

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
归属于母公司的净利润 (百万元)	24,609	29,132	33,503	37,269
同比增长率 (%)	-8%	18%	15%	11%
新业务价值	9,205	10,029	10,999	12,072
新业务价值增长率 (%)	-31%	9%	10%	10%
EVPS	54.01	59.53	63.99	68.15
P/EV	0.49	0.44	0.41	0.39

投资要点

■ 事件: 公司披露 2022 年年报, 实现归母净利润 246.09 亿元, 同比下降 8.3%; 归母营运利润为 401.15 亿元, 同比增长 13.5% (平安: 0.3%), 两者差异为短期投资波动 68.12 亿元和评估假设变动影响 89.47 亿元, 业绩符合预期, 整体报表稳定性相对较强。2022 年每股分红 1.02 元, 同比增长 2.0% (接近归母净利润与营运利润增速均值), 分红率 39.9% 领跑同业。

■ 寿险新业务价值 (NBV) 增速逐季向好, 下半年增速领跑同业。2022 年公司实现 NBV 达 92.05 亿元, 同比下降 31.4%, 归因来看: 新保业务同比增长 35.8%, 但受渠道布局影响 (银保新保贡献由 2021 年的 13.6% 提升至 2022 年的 43.4%, 而个险贡献由 2021 年的 59.8% 下降至 2022 年的 34.5%), NBV Margin 同比下降 11.9 个 pct. 至 11.6% (个险: 31.5%; 银保: 2.7%)。公司持续推进 “长航” 转型落地, 新基本法实施显成效, 2H22NBV 同比增长 13.5%, 增速领跑同业。2022 年月均营销员 27.9 万人同比下滑 46.9%, 人均 FYP 同比提升 47.6%, 核心人力 FYP 同比提升 31.7%, 核心人力 FYC 同比增长 10.1%。受市场波动影响, 寿险净利润同比下滑 12.8%, 但营运利润增长 9.5%, 彰显韧性。关注 2H23 长航行动二期工程实施成效。

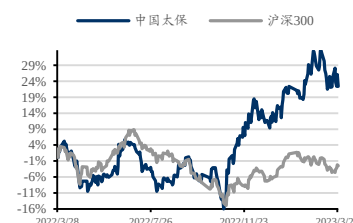
■ 财险业务量 (保费增速) 和质 (承保利润率, ROE) 首次全面领跑老三家。2022 年财险保费收入同比增长 11.6% (人保: 8.3%, 平安 10.4%), 其中非车业务同比增长 18.8%, 占比达 43.2%, 提升 2.6 个 pct。2022 年财险综合成本率 (COR) 97.3% (人保: 97.6%, 平安 100.3%), 同比下降 1.8 个 pct, 其中费用率和赔付率分别同比下降 0.4 和 1.4 个 pct, 归因来看: 1. 车险 COR 为 96.9%, 较同业仍有一定规模经济差距; 2. 非车 COR 为 98.1% (人保: 100.7%, 平安 110.1%), 责任险、农业险和保证险全部实现承保盈利。2022 年财险净利润同比增长 30.4%, ROE 达到 16.7% (人保: 12.7%, 平安 7.6%), 对集团贡献达 33.7%。

■ 投资资产净值增长率波动加大, 净资产增速明显放缓。积极应对市场大幅波动, 投资业绩整体表现稳定。2022 年集团总投资收益率/净投资收益率/净值增长率分别为 4.3%/4.2%/2.3%, 同比下降 0.2/1.5/3.1 个 pct。总投资收益率下行主要受权益投资收益率下行 5.9pct. 至 2.7% 拖累, 净值增长率受当期计入其他综合损益的可供出售金融资产公允价值变动净额由 2021 年的 -27.10 亿元大幅增加至 -13,656 亿元拖累, 使得公司期末归母净资产较年初仅增长 0.8% (平安: 5.7%), 我们预计和公司应对新会计准则, 夯实资产质量有关。2022 年末集团内含价值为 5,196.21 亿元, 较上年末增长 4.3% (平安: 2.0%), 寿险 ROEV 为 11.5% (平安: 11.0%), 寿险 EV 增速仅 5.7%, 主要系投资回报偏差拖累增速 4.9pct。核心权益占比 11.5%, 较上年末上升 0.4 个 pct, 有望提升 1Q23 业绩。

■ 盈利预测与投资评级: 公司核心指标平稳增长, 分红率彰显韧性, 关注集团新一届领导班子换届后长航行动实施成效。因披露年报, 考虑到投资收益波动, 小幅下调盈利预测, 我们预计公司 2023 年至 2025 年归母净利润分别为 291、335 和 373 亿元 (原预测为 306、349 和 383 亿元), 同比增速分别为 18%、15% 和 11%, 维持 “买入” 评级。

■ 风险提示: 1) 新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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.29
一年最低/最高价	17.92/29.18
市净率(倍)	1.11
流通 A 股市值(百万元)	179,956.14
总市值(百万元)	252,918.78

基础数据

每股净资产(元,LF)	23.75
资产负债率(%LF)	89.24
总股本(百万股)	9,620.34
流通 A 股(百万股)	6,845.04

相关研究

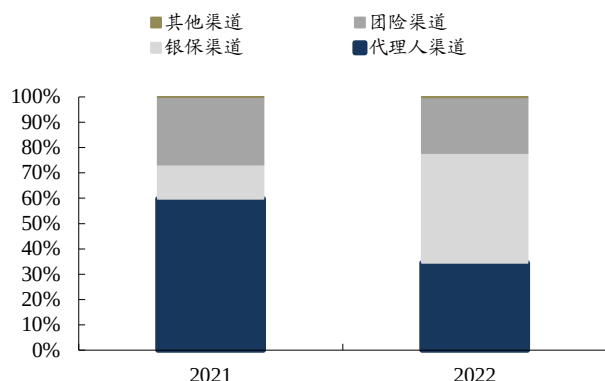
《中国太保(601601): 保险行业转型标杆, 领奏价值复苏号角》

2023-02-17

《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》

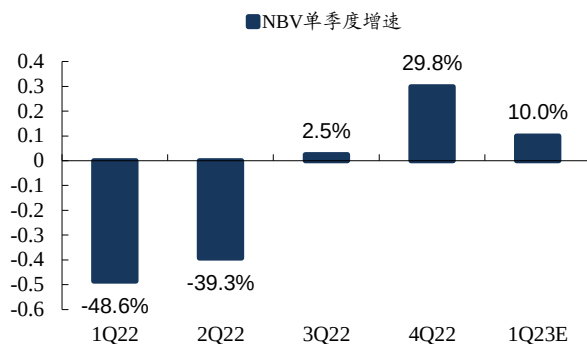
2022-10-30

图1: 太保寿险新单渠道贡献变化



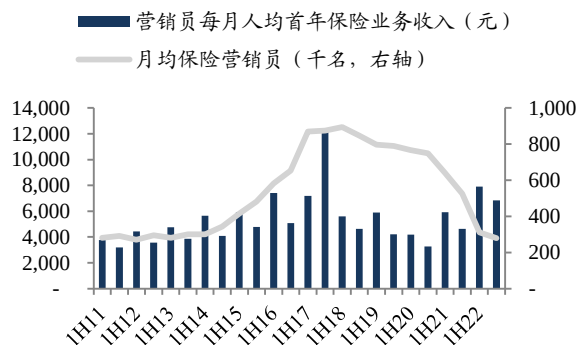
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: NBV 增速拐点已现



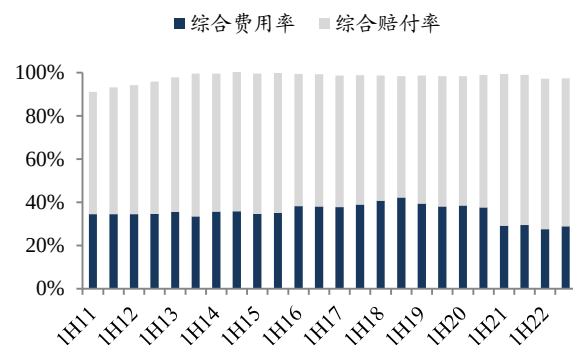
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 太保寿险营销员数量继续大幅下降但产能提升



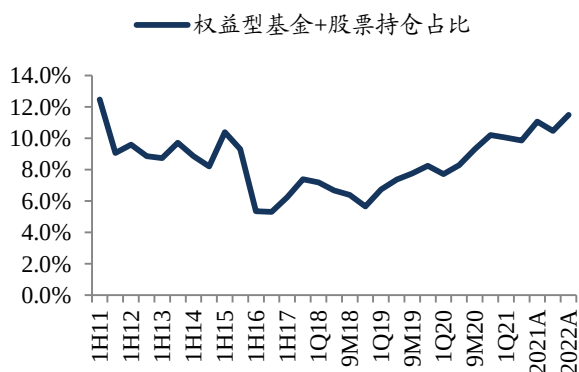
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 太保产险综合成本率表现优于同业



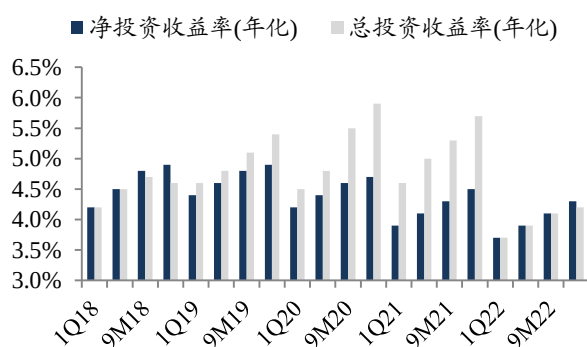
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 核心权益占比 11.5%，较上年末上升 0.4 个 pct.



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 投资收益率受市场波动影响下行



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表1: 中国太保主要财务指标预测

主要价值指标 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
集团内含价值	498,309	519,621	572,698	615,624	655,581
有效业务价值	211,096	234,182	251,471	264,754	275,657
集团净资产	226,741	228,446	262,607	286,068	311,595
太保寿险一年新业务价值	13,412	9,205	10,029	10,999	12,072
太保寿险新业务价值率	23.5%	11.6%	20.0%	22.0%	24.1%
太保寿险 ROEV	13.0%	11.5%	11.7%	11.9%	11.7%
集团每股内含价值 (元)	51.8	54.0	59.5	64.0	68.1
太保产险综合成本率	99.0%	97.5%	99.3%	99.0%	99.3%
集团投资资产净值增长率	5.4%	2.3%	4.5%	4.4%	4.4%
主要业务指标 (百万元)					
保险业务收入	366,782	398,818	391,955	404,030	419,086
太保寿险	211,685	225,343	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	279	300	320	350
保险营销员每月人均产能 (元/人/月)	4,638	6,844	7,377	7,389	7,232
可投资资产	1,812,069	2,026,283	2,199,844	2,368,317	2,537,130
总投资收益率	5.7%	4.2%	4.4%	4.3%	4.3%
净投资收益率	4.5%	4.3%	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	24,609	29,132	33,503	37,269
太保寿险	18,905	16,199	19,997	23,366	26,647
太保产险	6,352	8,161	6,240	6,926	7,048
基本每股收益 (元)	2.79	2.56	3.03	3.48	3.87
每股净资产 (元)	23.57	23.75	27.30	29.74	32.39
每股股息 (元)	1.0	1.02	1.2	1.4	1.5
ROE	12.1%	10.8%	11.9%	12.2%	12.5%
估值指标					
PEV	0.51	0.49	0.44	0.41	0.39
PB	1.12	1.11	0.96	0.88	0.81
PE	9.4	10.3	8.7	7.5	6.8
股息率	3.8%	3.9%	4.6%	5.3%	5.9%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表2: 中国太保预测利润表

人民币: 百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
一、营业收入	440,643	455,372	456,711	471,902	492,122
已赚保费	339,535	368,878	360,115	369,861	382,477
保险业务收入	366,782	398,818	391,955	404,030	419,086
其中: 分保费收入	3,398	4,491	0	0	0
减: 分出保费	-24,934	-25,084	-28,380	-30,050	-31,928
提取未到期责任准备金	-2,313	-4,856	-3,459	-4,118	-4,682
非保险业务净收入	4,488	5,360	-2,142	-2,187	-2,331
投资收益	96,620	81,134	98,737	104,228	111,976
二、营业支出	-409,849	-430,139	-420,790	-430,166	-445,408
退保金	-22,330	-21,434	-18,509	-20,192	-21,819
赔付支出	-134,789	-134,264	-158,116	-170,053	-179,923
提取保险责任准备金	-152,359	-172,883	-147,484	-138,270	-135,151
保单红利支出	-12,376	-12,121	-16,845	-17,781	-19,103
分保费用	-239	-304	-400	-400	-400
保险业务手续费及佣金支出	-30,304	-27,929	-39,996	-41,836	-44,092
营业税金及附加	-1,025	-1,121	-1,095	-1,129	-1,171
业务及管理费	-42,099	-45,589	-39,982	-40,845	-42,687
财务费用	-3,441	-3,322	-4,175	-4,366	-4,504
其他业务成本	-6,446	-5,532	-8,675	-8,940	-9,218
资产减值损失	-4,441	-5,640	-5,567	-6,002	-6,425
三、营业(亏损)/利润	30,794	25,233	35,921	41,736	46,714
加: 营业外收入	248	147	0	0	0
减: 营业外支出	-246	-204	0	0	0
四、(亏损)/利润总额	30,796	25,176	35,921	41,736	46,714
减: 所得税费用	-3,178	64	-6,159	-7,534	-8,687
五、净利润	27,618	25,240	29,762	34,202	38,026
归属于母公司股东的净利润	26,834	24,609	29,132	33,503	37,269
少数股东损益	784	631	630	699	757
六、每股收益(元/股)	2.79	2.56	3.03	3.48	3.87

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>