

中国太保 (601601)

2023 年报点评: NBV 连续 6 个季度同比改善, 关注分红率恢复提升空间

买入 (维持)

2024 年 03 月 29 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

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	30,343	37,558	42,926
同比增长率 (%)	39%	-27.1%	11%	24%	14%
新业务价值 (百万元)	9,205	10,962	11,999	13,313	14,112
新业务价值增长率 (%)	-31%	19.1%	9%	11%	6%
每股内含价值 (元/股)	54.01	55.04	58.65	63.01	67.15
P/EV	0.42	0.41	0.39	0.36	0.34

关键词: #股息率高

投资要点

- **事件: 公司披露 2023 年年报, 实现归母净利润为 272.57 亿元, 可比口径同比下降 27.1%, 对应 ROE 达 11.4%; 归母营运利润 355.18 亿元, 同比下降 0.4%。2023 年公司年度股息 1.02 元, 同比持平, 对应现金分红率 36.0% (2022 年: 39.9%), 业绩表现符合预期, 关注分红率恢复提升空间。**
- **EV 经济假设调整分析。**公司下调长期投资回报率假设至 4.5% (原 5.0%)、风险贴现率至 9.0% (原 11.0%)。若基于旧经济假设计算, 2023 年新业务价值 (NBV) 可比口径下增长 30.8%。基于新经济假设计算, 2023 年 NBV 较 2022 年旧假设下降 8.9% (主要系公司业务结构中增额终身寿险等利差敏感性业务占比近年来略有提升), 评估方法、假设和模型的变化拖累寿险期初 EV 放缓 5.5%, 但调整后价值可信度提升。
- **营运利润 (OPAT) 调整分析。**公司对 2022 年 OPAT 追溯调整-11.1%至 356.61 亿元, 2023 年可比口径同比小幅下降 0.4%, 其中寿险实现营运利润达 272.57 亿元, 同比增长 0.4%; 期末合同服务边际余额 3,239.74 亿元, 较上年末下降 0.8% (平安: -6.1%, 新华: -3.6%), 得益于公司更为强劲的新业务恢复动能。
- **长航行动持续推进, NBV 增速连续 6 个季度正增长。**为更好可比口径, 我们以旧经济假设下太保寿险 2023 年 NBV 同比增长 30.8% 分析, 对应 1Q23 至 4Q23 同比增速为 16.7%、54.7%、51.9% 和 3.3%, NBV 逐季增速已现累计 6 个季度改善; 归因来看, 2023 年规模新保同比增长 4.1%, NBV Margin 同比提升 3.0 个 pct. 至 14.6%。新经济假设下来看, 个险/银保渠道对 2023 年 NBV 贡献度分别为 83.0% 和 17.0%。队伍质态提升产能及收入大幅提升, 2023 年月均保险营销员同比下降 24.7%, 但人均首年规模保费 12,837 元, 同比提升 51.8%。“长航”转型一期收获成效的基础上, 谋划“长航”转型二期。新准则下 2023 年太保寿险保险服务业绩及其他同比下降 0.3%, 投资业绩同比下降 185.9% 由盈转亏, 拖累净利润同比下降 33.7%。
- **非车盈利领跑老三家, 投资拖累太保产险净利润同比下降 19.7%。**2023 年太保产险实现新准则下净利润 65.75 亿元, 同比下降 19.7%, 归因来看承保利润同比下滑 15.6% 至 41.4 亿元, 总投资收益同比下降 25.4% 至 47.8 亿元。2023 年太保产险承保综合成本率 97.7% (人保: 97.6%, 平安: 100.7%), 同比上升 0.8 个 pct. 构成归因来看: 承保综合费用率 28.6%, 同比下降 0.3 个 pct.; 承保综合赔付率 69.1%, 同比上升 1.1 个 pct.; 险种归因来看: 车险 COR 同比上升 1.1 个 pct. 至 97.6% (人保: 96.9%, 平安: 97.7%), 非车险 COR 持平于 97.7% (人保: 98.6%, 平安: 106.6%), 承保利润率优于老三家水平, 得益于不断夯实承保盈利基础, 业务品质保持稳定。
- **公允价值变动损益拖累总投资收益。**2023 年末集团股权类金融资产占比 14.5%, 较年初下降 0.3 个 pct., 其中核心权益占比 10.7%, 较年初下降 0.8 个 pct.。2023 年集团投资资产净/总/综合投资收益率 4.0%/2.6%/2.7%, 同比-0.3 个/-1.5 个/+0.4 个 pct.。
- **盈利预测与投资评级: NBV 连续 6 个季度同比改善, 关注分红率恢复提升空间。**因投资收益走低下调盈利预测, 我们预计 2024-26 年归母净利润为 303、376 和 429 亿元 (原 2024-25 年预测为 340 和 380 亿元, 并新增 2026 年预测), 新经济假设下 2024 年 3 月 28 日收盘价对应 2024 年动态 PEV 为 0.39 倍, 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)	22.62
一年最低/最高价	21.27/35.38
市净率(倍)	0.87
流通 A 股市值(百万元)	154,834.84
总市值(百万元)	217,612.12

基础数据

每股净资产(元,LF)	25.94
资产负债率(%LF)	88.58
总股本(百万股)	9,620.34
流通 A 股(百万股)	6,845.04

相关研究

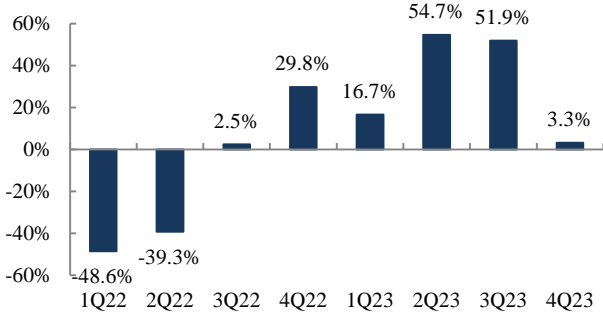
《中国太保(601601): 董事会平稳交接, 打造具有全球竞争力的世界一流保险金融服务集团决心不变》

2023-12-12

《中国太保(601601): 2023 年三季度报点评: 高基数下价值持续高增, 标杆引领更进一步》

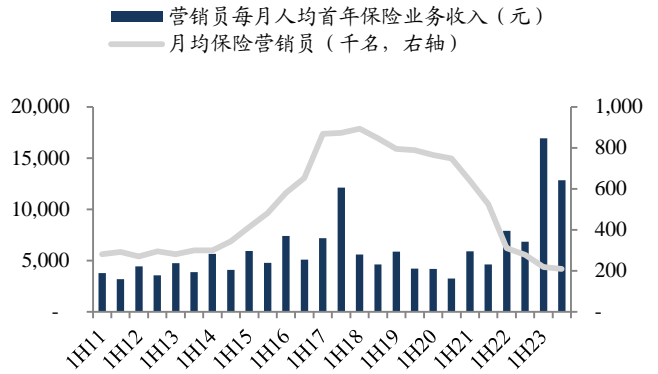
2023-10-30

图1: 太保寿险 NBV 增速连续 6 个季度正增长



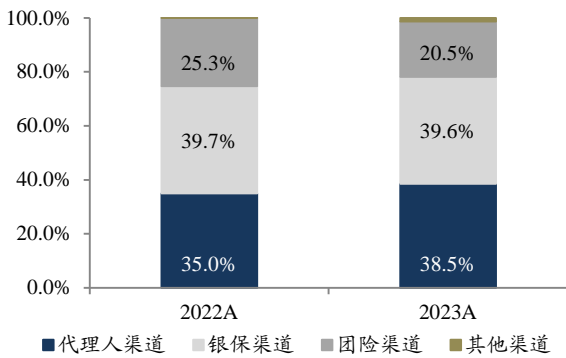
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所; 注: 以旧经济假设下可比口径分析

图2: 太保寿险队伍质态明显提升



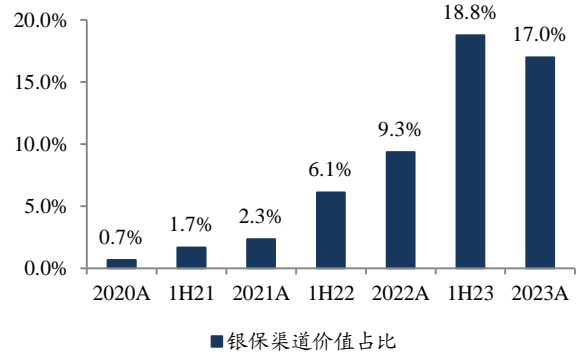
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 太保寿险代理人渠道新单贡献同比提升



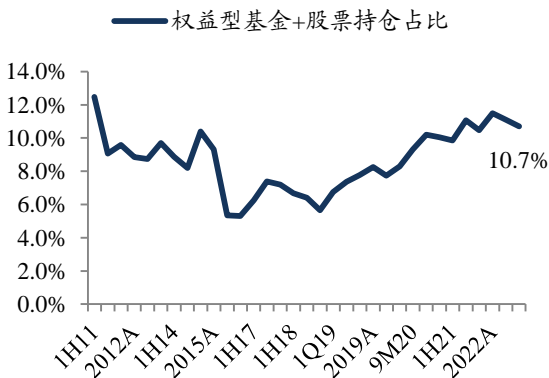
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 新经济假设下来看, 个险/银保渠道对 2023 年 NBV 贡献度分别为 83.0%和 17.0%



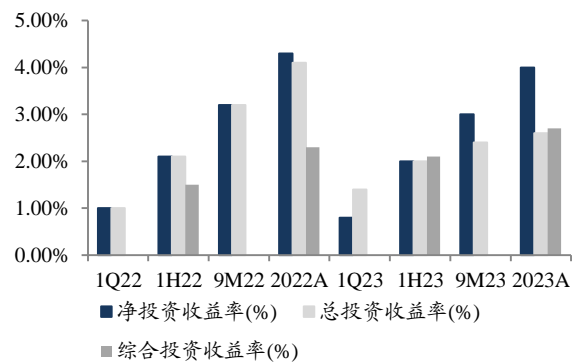
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 集团核心权益占比高位略有下降



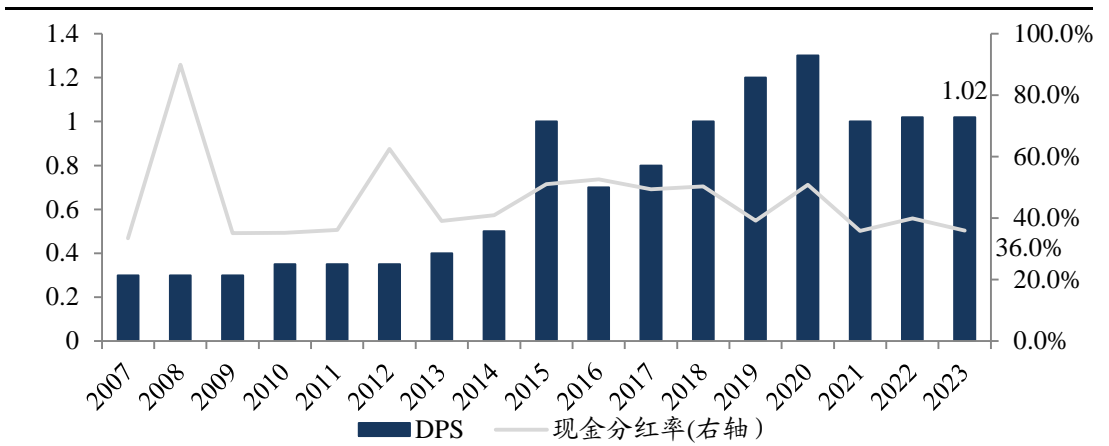
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 集团投资收益率水平同比略有下降



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图7: 自 A 股 IPO 以来公司保持稳健的分红水平 (元/股,%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表1: 公司对 2022 年 OPAT 追溯调整

单位: 百万元	2021 年	2022 年	2022 年-重述	2023 年	2023 年同 比	2022 年重 述调整
寿险	28,265	30,835	27149	27257	0.4%	-12.0%
其他及合并抵消	8,022	10,164	9310	9052	-2.8%	-8.4%
少数股东营运利润	-941	-884	-798	-791	-0.9%	-9.7%
合计值	35,346	40,115	35,661	35,518	-0.4%	-11.1%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表2: 公司对营运利润同期基数做调整分析

营运利润调整主要内容	2022 年	2023 年
计算公式	=净利润-短期投资波动-评估假设变动影响	=净利润-短期投资波动-一次性重大项目调整
短期投资波动	寿险等实际投资收益与长期预期投资收益假设 (5%) 的差异, 同时调整因此引起的保险和投资合同负债相关变动, 并考虑所得税影响;	产/寿/健康险等子公司, 适用于除浮动收费法以外业务, 考虑实际投资收益与长期预期投资收益假设的差异, 及其所得税影响
评估假设变动影响	评估假设变动基于会计估计变更金额, 并考虑所得税影响	无需调整
一次性重大项目调整	无需调整	包括考虑当期税前利润抵扣项金额与过去年度平均税前利润抵扣项金额的影响差异

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表3: 中国太保预测利润表(新准则)

单位: 百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
一、营业总收入	332,140	323,945	359,585	400,614	370,051
保险服务收入	249,745	266,167	295,450	329,162	304,050
利息收入		58,262	64,672	72,051	66,554
投资收益	77,510	7,053	7,829	8,722	8,057
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	401	-386	-428	-477	-441
其他收益	183	251	279	310	287
公允价值变动收益/(损失)	-61	-11,712	-13,001	-14,484	-13,379
汇兑损失	1,085	159	176	197	182
其他业务收入	3,654	3,742	4,154	4,628	4,275
资产处置	24	23	26	28	26
二、营业总支出	-289,600	-291,885	-323,998	-360,966	-333,428
保险服务费用	-213,988	-231,023	-256,440	-285,700	-263,904
分出保费的分摊	-15,427	-15,838	-17,580	-19,586	-18,092
减: 摊回保险服务费用	12,609	14,399	15,983	17,807	16,448
承保财务损失	-58,074	-46,741	-51,883	-57,803	-53,393
减: 分出再保险财务收益	1,108	1,174	1,303	1,452	1,341
提取保费准备金		-109	-121	-135	-125
利息支出	-2,752	-2,628	-2,917	-3,250	-3,002
手续费及佣金支出		-7	-8	-9	-8
税金及附加	-424	-445	-494	-550	-508
业务及管理费	-6,204	-7,397	-8,211	-9,148	-8,450
信用减值损失	-2,013	48	53	59	55
其他资产减值损失		-253	-281	-313	-289
计提资产减值准备	-5,303				
其他业务成本	-1,036	-1,148	-1,274	-1,420	-1,311
三、营业利润	42,540	32,060	35,587	39,648	36,623
加: 营业外收入	147	136	151	168	155
减: 营业外支出	-204	-195	-216	-241	-223
四、利润总额	42,483	32,001	35,522	39,575	36,556
减: 所得税	-4,261	-4,090	-4,540	-5,058	-4,672
五、净利润	38,222	27,911	30,982	38,314	43,767
归属于母公司股东的净利润	37,381	27,257	30,343	37,558	42,926

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>