

中国太保 (601601.SH)

配置结构优化，价值指标增长

买入

核心观点

价值指标显著提升。2023年，中国太保集团保险服务收入2661.7亿元，同比增长6.6%；集团内含价值实现5294.9亿元，同比增长1.9%，公司负债端转型成果显著，核心指标持续提升。受资本市场波动及会计准则调整等因素影响，公司累计实现归母净利润272.6亿元，同比下降27.1%，降幅低于行业平均水平。公司保持稳健分红水平，2023年拟向全体股东派发现金股利每股1.02元，与上年度持平。

“长航”二期稳步推进，夯实负债端转型成果。2023年下半年，公司开启“长航”二期转型战略，着力赋能内外勤联动，提升转型运营效率。1) **个险：**基于公司区位优势，代理人人均产能位居行业前列。2023年，公司个险渠道实现规模保费收入2528.2亿元，同比增长3.2，其中续期及新单业务均保持稳健增长，承保质量不断提升，保单13个月及25个月继续率提升7.7pt及10.6pt。核心人力月人均首年佣金收入大幅提升46.3%，带动渠道NBV高增19.1%。2) **银保：**监管趋严态势下，银保渠道保费收入逆势高增，其中新保期交保费规模提升170.2%至90.2亿元，渠道NBV增幅达115.6%。

产险增速持续领跑行业，承保盈利能力稳健。截至2023年末，公司财险业务实现原保险保费收入1883.4亿元，同比增长11.4%。车险方面，受益于新能源车企业需求的提升，公司新能源车保费占比由8.3%进一步提升至12.0%。此外，在经济形势的持续复苏，非车险业务增速达19.2%，高于行业平均水平。2023年，受大灾频发、用车需求提升等因素影响，财险COR同比上升0.8pt至97.7%，承保盈利空间充足。

配置结构优化以应对低利率环境。2023年，公司资产管理规模达29223.1亿元，同比增长10.1%。在资本市场低位震荡及利率中枢下移背景之下，公司投资收益率表现承压，中国企业会计准则下，分别实现总投资收益率及净投资收益率2.6%、4.0%，同比下降1.5pt、0.3pt。公司持续优化资产配置结构，增配债券的同时适当调整权益类资产配置比例，其中债券类资产占比提升8.7pt，股票、基金类资产下降0.6pt、0.2pt。

投资建议：基于人身险行业转型调整及资产端收益承压，我们下调2024年及2025年盈利预测、新增2026年盈利预测，预计2024至2026年公司EPS为3.28/3.52/3.65元/股（原2024/2025年为3.30/3.56元/股），对应P/EV为0.39/0.36/0.34x，维持“买入”评级。

风险提示：保费收入不及预期；权益市场的持续波动；利率中枢下行等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	455,372	323,945	344,282	361,866	377,718
(+/-%)	3.34%	-28.86%	6.28%	5.11%	4.38%
归母净利润(百万元)	24,609	27,257	31,572	33,832	35,161
(+/-%)	-8.29%	10.76%	15.83%	7.16%	3.93%
摊薄每股收益(元)	2.56	2.83	3.28	3.52	3.65
每股内含价值(元)	54.01	55.04	58.37	62.03	65.77
(+/-%)	4.28%	1.90%	6.06%	6.27%	6.01%
PEV	0.42	0.41	0.39	0.36	0.34

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

非银金融·保险 II

证券分析师：孔祥 联系人：王京灵
021-60375452 0755-22941150
kongxiang@guosen.com.cn wangjingling@guosen.com.cn
S0980523060004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	22.62元
总市值/流通市值	217612/217612百万元
52周最高价/最低价	35.38/21.27元
近3个月日均成交额	883.94百万元

市场走势



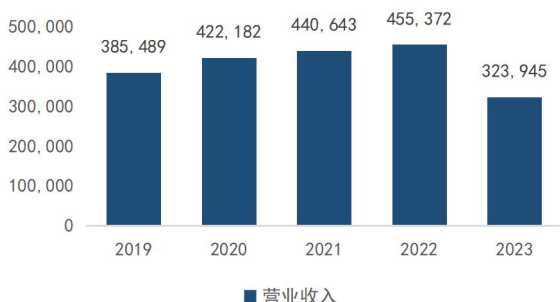
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中国太保(601601.SH)-负债改革，“长航”长行》——
2024-01-25

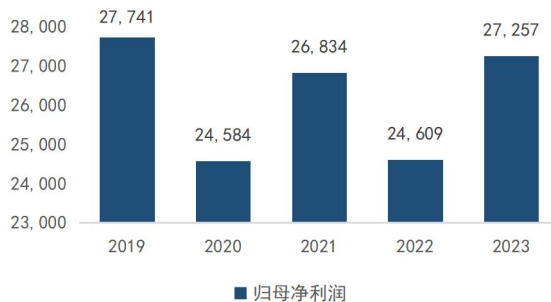
2023年，保险行业新会计准则实施加大公司利润表波动，叠加资本市场延续低位震荡态势，公司累计实现归母净利润272.6亿元，同比下降27.1%，降幅低于行业平均水平。新金融工具准则调整对险企利润表波动的影响主要体现在以下两方面：**第一**，大量权益资产被指定为FVTPL计量，直接加大利润表波动。按照新金融工具准则规定，权益资产被指定为FVOCI后，该决策不可撤销，只有分红可计入损益，处置时买卖价差不得计入损益，只能计入留存收益，因此保险公司将大量权益资产归入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL），资本市场变动导致的金融资产公允价值变动对利润表的影响变大。**第二**，利润表中与投资收益核算有关的科目发生变化。旧准则下与投资收益核算相关的主要科目是投资收益、公允价值变动损益和资产减值损失；新准则下的主要相关科目是利息收入、投资收益、公允价值变动损益、信用减值损失，具体计算公式及计算过程请参考上表。其中，“利息收入”反映新金融工具准则下对分类为以摊余成本计量的金融资产和分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产按照实际利率法计算的利息收入。“信用减值损失”反映企业按新金融工具准则计提金融工具信用损失准备所确认的信用损失。综上，在多因素影响下，公司2023年分别实现投资收益1906.3亿元，同比下降12.47%；资产减值损失530.0亿元，同比上升147.7%。在资本市场低位震荡及利率中枢下移背景之下，公司投资收益率表现承压，中国企业会计准则下，分别实现总投资收益率及净投资收益率2.6%、4.0%，同比下降1.5pt、0.3pt。公司持续优化资产配置结构，增配债券的同时适当调整权益类资产配置比例，其中债券类资产占比提升8.7pt，股票、基金类资产下降0.6pt、0.2pt。

图1：公司营业收入（单位：百万元）



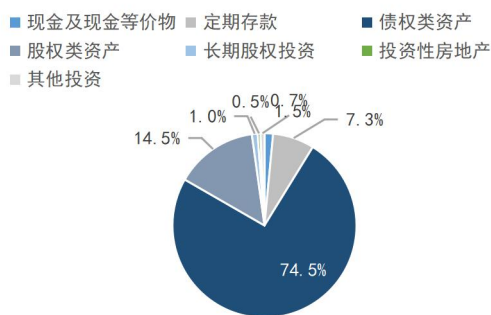
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润（单位：百万元）



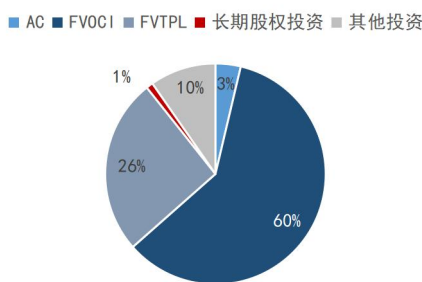
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司资产配置结构（按资产类型，单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司资产配置结构（按会计核算方法，单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	33,134	31,455	32,084	32,726	33,380	保险业务收入	398,818	不适用	不适用	不适用	不适用
应收保费	31,191	165,501	0	0	0	保险服务收入	不适用	266,167	274,219	289,619	303,508
买入返售金融资产	21,124	2,808	2,920	3,037	3,159	利息收入	不适用	58,262	58,845	60,022	61,222
衍生金融资产	197	17	17	17	18	投资收益	81,195	7,053	7,265	7,846	8,473
其他应收款	0	0	0	0	0	公允价值变动损益	-61	-11,712	-234	70	76
定期存款	204,517		167,156	168,828	170,516	汇兑收益	1,240	159	149	155	162
长期股权投资	25,829	23,184	23,416	23,650	23,886	其他收益	不适用	251	238	243	251
投资性房地产	11,202	10,667	10,560	10,455	10,350	营业收入合计	455,372	323,945	344,282	361,866	377,718
无形资产	6,666	7,117	7,686	8,301	8,965	赔付支出	148,147	不适用	不适用	不适用	不适用
其他资产	13,799	13,501	13,231	12,966	12,707	保险业务手续费及佣金支出	27,929	7	8	8	8
资产总计	2,176,299	2,343,962	2,437,720	2,535,229	2,636,638	保险服务费用	231,023	238,781	250,367	261,112	0
卖出回购金融资产款	119,665	115,819	120,452	125,270	130,281	其他业务支出	5,532	1,148	1,251	1,289	1,328
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	0	不适用	不适用	不适用	不适用	营业支出合计	430,139	291,885	307,932	322,918	337,241
预收保费	22,520	17,026	16,515	16,020	15,539	利润总额	25,233	32,060	36,350	38,949	40,477
其他应付款	0	0	0	0	0	净利润	25,240	27,911	31,572	33,832	35,161
保险合同负债	不适用	1,872,620	1,928,799	1,986,663	2,046,262	归属于母公司净利润	24,609	27,257	31,572	33,832	35,161
应付债券	9,999	10,285	10,594	10,911	11,239						
递延所得税负债	832	1,119	1,153	1,187	1,223						
其他负债	33,874	37,378	38,499	39,654	40,844						
负债合计	1,942,171	2,076,258	2,135,201	2,199,435	2,265,673						
总权益	234,128	267,704	302,520	335,795	370,966						
关键财务与估值指标											
每股收益	2.56	2.83	3.28	3.52	3.65						
每股净资产	24.34	27.83	31.45	34.91	38.56						
每股内含价值	54.01	55.04	58.37	62.03	65.77						
P/E	8.84	7.99	6.89	6.43	6.19						
P/B	0.93	0.81	0.72	0.65	0.59						
P/EV	0.42	0.41	0.39	0.36	0.34						
集团内含价值增长	4%	2%	6%	6%	6%						
新业务价值	9,205	10,923	13,839	16,756	21,283						
新业务价值同比	-31%	19%	27%	21%	27%						

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032