

中国太保(601601.SH)

新单增、结构弱，NBV仍承压

推荐（维持）

03月25日：23.13元

主要数据

行业	保险
公司网址	www.cpic.com.cn
大股东/持股	香港中央结算(代理人)有限公司 /28.82%
实际控制人	
总股本(百万股)	9,620
流通A股(百万股)	6,845
流通B/H股(百万股)	2,775
总市值(亿元)	2,028
流通A股市值(亿元)	1,583
每股净资产(元)	23.57
资产负债率(%)	88.3

行情走势图



相关研究报告

《中国太保*601601*转型持续推进，负债端短期仍承压》2021-10-31

《中国太保*601601*业务结构回调，新单增、NBV降》2021-08-29

证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号
S1060520040001
BQC673
WANGWEIYI059@pingan.com.cn

李冰婷 投资咨询资格编号
S1060520040002
LIBINGTING419@pingan.com.cn

研究助理

陈相合 一般证券从业资格编号
S1060121020034
CHENXIANGHE935@pingan.com.cn

事项：

中国太保发布2021年年报，全年实现归母净利润268亿元（YoY+9%），集团、寿险营运利润分别353亿元（YoY+14%）、283亿元（YoY+9%）；集团、寿险EV分别4983亿元（YoY+8%）、3766亿元（YoY+10%）。公司拟派发年度现金股利每股1.0元（含税），共计96亿元，在归母净利润中占比35.8%。

平安观点：

■ 寿险：重启价值银保、构建多元渠道，新单增但结构回调，NBV仍承压。

1) 银保与团险推动总新单增长。2021年总新单489亿元（YoY+17%），个险、银保、团险新单分别292亿元（YoY-0.2%）、67亿元（YoY+331%）、130亿元（YoY+19%）。

2) 新单业务结构回调明显，NBVM较大幅下滑、NBV大幅下降。2021年NBV约134亿元（YoY-25%），个险、银保NBV分别131亿元（YoY-26%）、3亿元（YoY+168%）；经测算，主要由于个险NBVM同比大幅下滑18.5pct至42.6%，拖累寿险NBVM同比-15.4pct至23.5%（降幅较21H1走阔）。具体来看，个险期交新单248亿元（YoY+12%）、占个险总新单85%（YoY+9pct），21Q1-21Q4单季度个险期交新单分别同比+49%、+4%、-40%、-19%。我们认为，主要由于具备一定消费能力客群的重疾保障已较为充分，21年1月末，新老重疾产品切换、旧重疾产品集中投保后，21H2个险期交新单、尤其是保障险销售承压。

3) 代理人数量大幅下滑，产能改善主要系短险拉动。2021年月均代理人52.5万人（YoY-30%）、月均产能4638元（YoY+42%），代理人队伍月均举绩率52.1%（YoY-6pct）、月均寿险新保长险1.38件（YoY-13pct）。

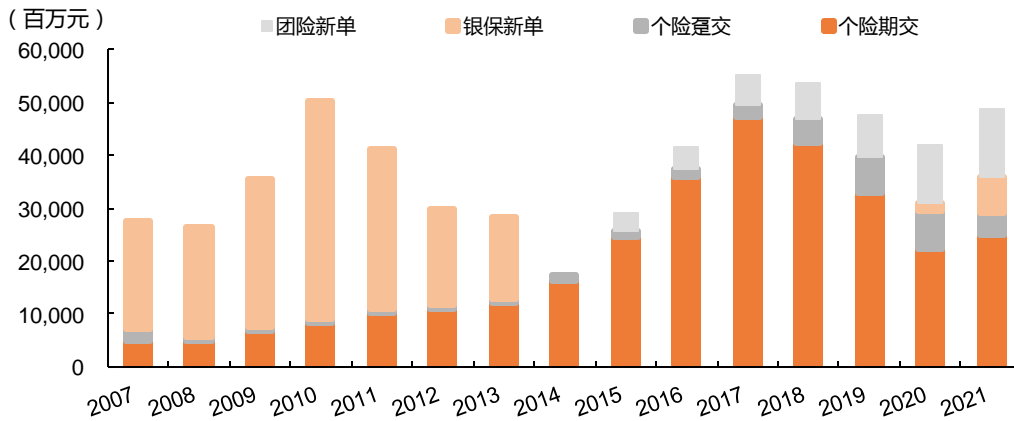
4) 渠道战略：“长航行动”旨在全面升级代理人队伍；同时，太保寿险重启价值银保，将以多元渠道拉动业务增长。个险方面，创新推出“长航行动”，打造“三化五最”的代理人队伍，加强绩优梯队建设。银保方面，实施价值网点、价值产品、高质量队伍，布局战略区域、战略渠道合作。

- 产险：非车险业务保持较快增长，综合成本率同比持平。2021年产险保费1526亿元（YoY+3%），赔付率同比+8.2pct、费用率同比-8.2pct，综合成本率99%，同比持平。具体来看，1) 车险保费918亿元（YoY-4%），车险综改与大灾等影响导致赔付率71.1%（YoY+10.6pct）、费用率27.6%（YoY-9.8pct），综合成本率98.7%（YoY+0.8pct）。2) 非车险保费608亿元（YoY+17%），综合成本率99.5%（YoY-2.4pct）。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	422,182	440,643	462,668	495,553	528,101
+/-%	10	4	5	7	7
净利润(百万)	24,584	26,834	36,401	48,091	58,767
+/-%	-11	9	36	32	22
EVPS(摊薄)	47.75	51.80	57.08	62.79	68.86
P/EV	0.48	0.45	0.41	0.37	0.34

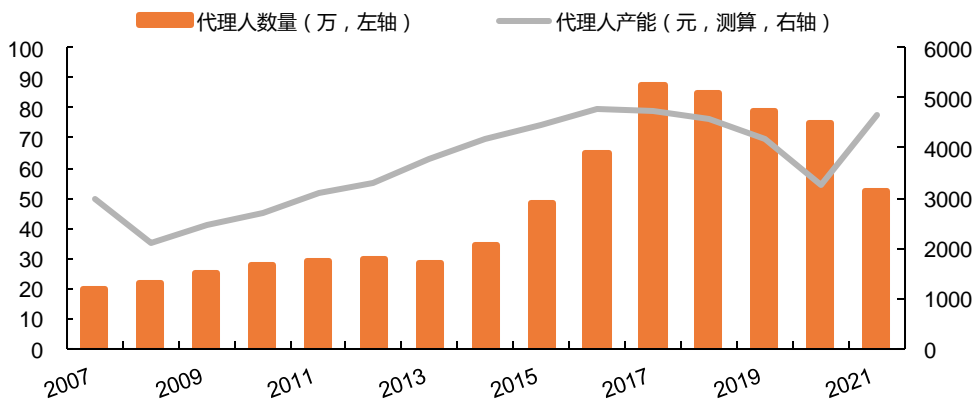
- **坚持执行“哑铃型”资产配置策略,投资收益率微降。**2021年总投资收益率5.7%(YoY-0.2pct)、净投资收益率4.5%(YoY-0.2pct)、测算综合投资收益率5.2%(YoY-0.9pct)。资产配置方面,公司加强长期利率债的配置以延展固收资产久期,国债、地方政府债、政策性金融债占比22.1%(YoY+4.6pct),固定收益类资产久期7.1年(YoY+0.9年)。
- **投资建议:**公司积极应对寿险行业性困局,创新推出“长航行动”、升级代理人队伍,且重启价值银保、多元渠道助力业务增长。但寿险转型仍处于攻坚期,效果尚未体现;同时,保单继续率下滑、750天移动平均线下移。21Q4以来车险增速已扭正并快速回升,龙头险企承保利润总额有望改善。基于此,我们调整新单、NBVM、保单继续率和准备金折现率假设,2022年、2023年预测EVPS分别从61.73元、73.87元调整至57.08元、62.79元,同时新增2024年预测EVPS为68.86元。公司目前股价对应2022年PEV约0.41倍,维持“推荐”评级。
- **风险提示:**1)权益市场大幅波动,β属性导致板块行情波动加剧。2)代理人数量持续下滑、质态提升不及预期,新单超预期下滑。3)利率超预期下行,到期资产与新增资产配置承压。4)车均保费超预期下滑、赔付率超预期提升,车险承保利润承压。

图表1 中国太保寿险业务分渠道新单



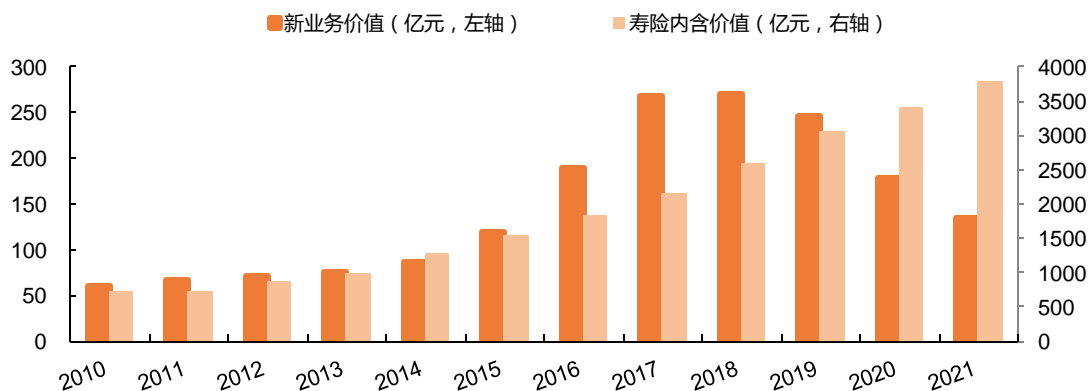
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 中国太保寿险代理人情况



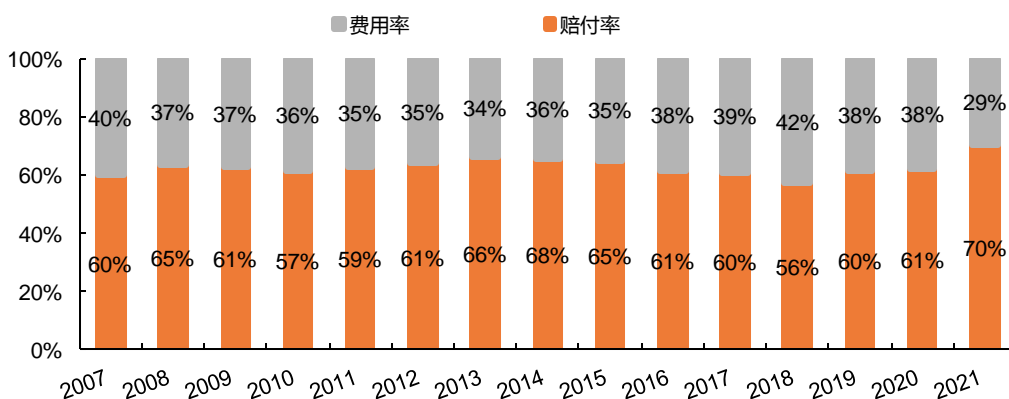
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 中国太保寿险价值指标



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 中国太保产险综合成本率拆分



资料来源: Wind, 平安证券研究所

利润表				
单位：百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	440,643	462,668	495,553	528,101
保费收入	366,782	384,122	407,344	429,470
投资收益及公允价值变动损益	96,620	110,845	122,938	135,708
其他收入	4,905	2,265	2,377	2,482
营业支出	406,350	414,463	431,867	450,277
赔款及保户利益	309,478	302,723	313,904	326,377
手续费及佣金支出	30,304	37,024	39,011	40,906
管理费用	50,240	56,794	60,233	63,545
其他支出	16,328	17,922	18,720	19,449
营业利润	34,293	48,205	63,685	77,824
营业外收支净额	2	2	2	2
利润总额	34,295	48,207	63,687	77,826
减：所得税	3,178	5,754	7,602	9,289
净利润	31,117	42,453	56,086	68,537
归属母公司净利润	26,834	36,401	48,091	58,767
关键指标增速				
营业收入	4%	5%	7%	7%
投资收益及公允价值变动损益	10%	15%	11%	10%
赔款及保户利益	10%	-2%	4%	4%
手续费及佣金支出	-23%	22%	5%	5%
管理费用	-5%	13%	6%	5%
营业利润	5%	41%	32%	22%
所得税	18%	-81%	-32%	-22%
归属于母公司净利润	9%	36%	32%	22%
关键指标在保费占比				
赔款及保户利益/已赚	84%	79%	77%	76%
手续费及佣金支出	8%	10%	10%	10%
管理费用	14%	15%	15%	15%

资产负债表				
单位：百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	32,545	25,599	31,223	36,670
交易性金融资产	12,353	11,123	14,325	15,437
买入返售金融资产	13,432	22,318	758,727	848,565
应收保费	25,803	24,920	441,907	502,788
可供出售金融资产	645,381	671,471	19,755	22,667
持有至到期投资	396,428	390,149	28,693	32,500
长期股权投资	26,984	27,473	31,290	35,063
定期存款	196,519	205,240	236,212	260,652
资产总计	1,946,164	2,008,131	2,270,246	2,545,192
保户储金及投资款	102,843	100,846	114,804	130,124
未到期责任准备金	71,493	77,316	86,034	95,837
未决赔款准备金	58,420	56,305	63,947	73,028
寿险责任准备金	1,129,622	1,154,327	1,301,254	1,464,060
长期健康险责任准备金	125,798	111,681	132,715	151,346
负债合计	1,713,759	1,754,822	1,982,997	2,225,965
股本	9,620	9,620	9,620	9,620
未分配利润	93,169	13,012	16,541	22,009
所有者权益合计	232,405	253,309	287,249	319,227
负债和股东权益总计	1,946,164	2,008,131	2,270,246	2,545,192

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
价值指标 (百万元)				
新业务价值	13,412	12,670	13,889	15,463
集团内含价值	498,312	549,133	604,081	662,445
每股指标 (元)				
每股收益(摊薄)	2.79	3.78	5.00	6.11
每股新业务价值(摊薄)	1.39	1.32	1.44	1.61
每股内含价值(摊薄)	51.80	57.08	62.79	68.86
估值指标				
P/E	8.29	6.11	4.63	3.79
P/EV	0.45	0.41	0.37	0.34

主要指标增速

归母净利润增速	9%	36%	32%	22%
新业务价值增速	-25%	-6%	10%	11%
集团内含价值增速	8%	10%	10%	10%

资料来源：Wind，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033