2021 年 03 月 26 日
公司研究●证券研究报告

中国太保（601601.SH）

公司快报

寿险业务低点已过、管理层变更值得期待

投资要点

◆ **事件：**公司发布 2020 年报，全年营收 4221.82 亿元、同比+9.52%，归母净利润 245.84 亿元、同比-11.38%；其中 Q4 营收同比+8.08%、归母净利润同比+2.26%。会计估计变更下全年增提责任准备金 117.33 亿，同比+45.26%。

◆ **寿险业务低点，2021 年打开向上空间**

【整体】NBV 同比-27.47%，FYP 同比-19.15%，NBVM 同比-4.46pct 至 38.87%。

【个代】1）大个险战略不动摇，个代渠道保费比 90.25%，远高上市同业，2020 年受疫情影响下压严重，向上弹性亦明显。2）个代渠道 NBVM 为 54.9%，但 FYP 同比-26.67%；主要系月均代理人同比-5.19%至 74.9 万人，月人均 FYP 同比-22.63%；个险客户 13/25 个月保单继续率同比-4.6/4.1pct 至 85.7%/85.1%。

【险种】传统寿险保费同比+14.55%，NBVM 同比+1.84pct 至 79.75%，但 FYP 同比-28.20%，新单占比同比-5.25pct 至 41.64%；长期健康险保费同比+5.03%。

◆ **财产险非车业务高速增长：**非车保费同比+30.94%、占比同比+5.34pct 至 35.24%，其中健康险/责任险/农险同比+72.68%/44.07%/44.75%。综合成本率同比+0.7pct 至 99%，其中费用率同比-0.5pct 至 37.6%，车险综合成本率同比持平为 97.9%。

◆ **增配权益类资产、投资收益增长明显：**投资资产规模同比+16.12%至 1.65 万亿元，净/总投资收益率同比-0.2/+0.5pct 至 4.7%/5.9%。下半年继续增配股票+权益型基金，其中股票规模同比+40.48%，占比同比+1.3pct 至 7.7%。

◆ **投资建议：**前友邦中国 CEO 及区域 CEO 蔡强加入太保，担任太保寿险 CEO。蔡强先生有着丰富的一线经验，长期耕耘一线城市，带领友邦中国完成代理人改革。蔡强的加入或给太保注入更多的活力，叠加寿险业务低点向上，个险提质增效有望加速。目前公司对应 2021E P/EV 为 0.71x，维持买入-A 评级。

◆ **风险提示：**代理人队伍脱落率提升、二级市场大幅波动、终端需求萎靡

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	385489	422182	450303	509898	584685
同比增长（%）	8.78%	9.52%	6.66%	13.23%	14.67%
归母净利润（百万元）	27741	24584	30808	34787	40387
同比增长（%）	53.95%	-11.38%	25.32%	12.91%	16.10%
ROE（%）	16.90%	12.60%	13.53%	13.75%	14.45%
EPS（元）	3.06	2.63	3.20	3.62	4.20
EVPS（元）	43.70	47.74	53.89	60.65	68.77
PE	12.58	14.64	12.02	10.65	9.17
PEV	0.88	0.81	0.71	0.63	0.56

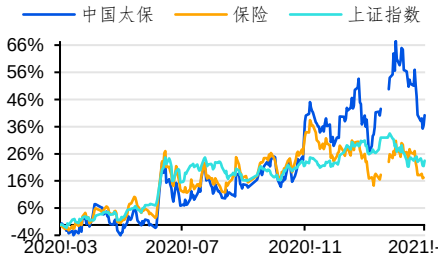
非银行金融 | 保险 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2021-03-26)	38.51 元

交易数据

总市值（百万元）	370,479.35
流通市值（百万元）	263,602.55
总股本（百万股）	9,620.34
流通股本（百万股）	6,845.04
12 个月价格区间	26.96/47.14 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.79	8.14	14.55
绝对收益	-10.44	8.79	37.44

分析师 崔晓雁
SAC 执业证书编号：S0910519020001
021-20377098

报告联系人 范清林
fanqinglin1@huajinsc.cn
021-20377065

相关报告

中国太保：Q3 个险新单继续下滑，银保/电网销发力 2020-11-02

中国太保：H120 新单/价值率双双下滑拖累 NBV 同比-25% 2020-08-23

中国太保：GDR 落地，折价 3%-10% 2020-06-14

中国太保：归母净利同比+53%、但 FYP 同比-31%需注意 2020-04-26

中国太保：FYP 下滑使得 NBV 承压、代理人改善仍是核心 2020-03-23

数据来源：华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表（百万元）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
已赚保费	313,246	331,639	365,489	415,408	483,772
投资净收益	68,256	87,925	79,865	88,798	100,912
营业收入	385,489	422,182	450,303	509,898	584,685
退保金	11,104	14,421	16,463	18,110	20,530
赔付支出	128,541	142,851	147,214	169,774	196,844
提取保险责任准备金	122,776	138,184	148,649	168,995	191,993
保户红利支出	10,777	11,512	13,577	13,320	15,137
手续费及佣金支出	46,853	39,495	44,671	50,772	59,128
业务及管理费	45,439	52,985	49,533	56,089	64,315
营业支出	357,422	392,805	407,942	462,066	529,153
营业利润	28,067	29,377	42,361	47,832	55,531
税前利润	28,067	29,377	42,361	47,832	55,531
所得税	(388)	3,886	10,590	11,958	13,883
净利润	28455	25491	31771	35874	41648
归属于母公司股东的净利润	27,741	24,584	30,808	34,787	40,387
少数股东损益	613	768	962	1,087	1,262
险企财务指标	**2019A**	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
EPS(元)	3.06	2.63	3.20	3.62	4.20
BVPS(元)	19.69	22.37	24.96	27.63	30.46
EVPS(元)	43.70	47.74	53.89	60.65	68.77
PE(X)	12.58	14.64	12.02	10.65	9.17
PB(X)	1.96	1.72	1.54	1.39	1.26
P/EV	0.88	0.81	0.71	0.63	0.56

资产负债表（百万元）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	14,872	20,878	23,974	27,699	32,343
买入返售金融资产	28,045	14,327	16,452	19,008	22,194
交易性金融资产	4,931	12,473	14,323	16,548	19,322
定期存款	147,756	192,966	221,585	256,011	298,929
可供出售金融资产	511,822	596,158	684,574	790,933	923,525
持有至到期投资	295,247	329,360	378,207	436,968	510,221
长期股权投资	20,442	24,443	28,068	24,443	28,541
资产合计	1,528,3	1,771,0	2,021,8	2,335,9	2,727,5
保户储金及投资款	75,576	87,126	100,945	117,717	137,493
未到期责任准备金	61,975	68,800	79,712	92,956	108,573
未决赔款准备金	42,504	47,386	47,579	51,861	56,528
寿险责任准备金	891,195	1,010,1	1,146,5	1,318,5	1,516,3
长期健康险责任准备金	72,347	98,796	138,314	179,809	233,751
应付保单红利	25,447	24,351	36,766	42,357	49,217
负债合计	1,345,0	1,550,1	1,775,4	2,063,1	2,426,8
股本	9,062	9,620	9,620	9,620	9,620
归属于母公司所有者权益合计	178,427	215,224	240,072	265,839	292,989
少数股东权益	4,893	5,611	6,259	6,931	7,638
所有者权益合计	183,320	220,835	246,330	272,770	300,627
内含价值（百万元）	**2019A**	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
调整后净资产	114,677	135,898	152,337	173,684	197,672
扣偿后有效业务价值	190,844	205,451	226,133	252,275	285,302
内含价值	395,987	459,320	518,453	583,506	661,609
一年新业务价值	24,597	17,841	20,682	26,141	33,027

资料来源：华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn