中国太保（601601）

2020 年报点评：短期 NBV 承压，“长航行动”守护长期价值

买入（维持）

2021 年 03 月 29 日

证券分析师 胡翔
执业证号：S0600516110001
021-60199793
hux@dwzq.com.cn
证券分析师 朱洁羽
执业证号：S0600520090004
zhujieyu@dwzq.com.cn

事件：集团发布 2020 年年报，寿险业务实现新业务价值 178.41 亿元，对应 VNPS 1.85 元/股，NBV 增速-27.5%；寿险新业务价值率 38.9%，同比-4.4 pct；产险业务综合成本率较 2019 年上升 0.7 pct 至 99.0%；集团 2020 年每股分红 1.30 元，同比+8.3%；整体业绩符合市场预期。

投资要点

- **寿险改革叠加疫情影响，代理人、保费、价值仍承压：**受疫情影响，传统的代理人线下展业和基础管理受阻，短期内对寿险业务的影响较大。此外，公司以“量稳质升”为目标，打造核心人力、顶尖绩优、新生代三支关键队伍的渠道转型计划进入深化阶段。在此背景下，代理人增员与产能释放放缓。2020 年公司月均代理人规模为 74.9 万人，同比下降 5.2%；月人均首年保费收入 3259 元，同比下降 22.6%。因代理人的产能释放受到疫情限制，2020 年公司个险代理人渠道保费收入 1912.91 亿元，同比下降 2%，占比下滑 1.5 pct 至 90.3%；个险新单保费 290.35 亿元，同比下降 26.7%，其中新单期缴保费 219.77 亿元，同比下降 33.4%；寿险业务新业务价值率 38.9%，同比-4.4 pct；受到新单规模与价值的共同影响，2020 年公司新业务价值 178.41 亿元，NBV 增速-27.5%。目前公司正处于转型阵痛期，我们预计随着“长航行动”改革效果的逐渐体现，未来公司价值将保持稳定增长。

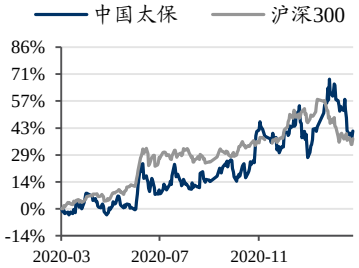
- **车险业务保持稳定，非车险助推产险保费上行：**面临疫情导致的新车销量大幅下降及车险综改给行业带来的短期冲击，公司加强客户经营体系建设、加大科技赋能力度、增强续保动能，车险业务品质基本保持稳定。2020 年公司车险保费收入 956.70 亿元，同比增长 2.6%，占产险保费收入的比重较 2019 年下滑 5.3 pct 至 64.8%；车险业务综合成本率 97.9%，与去年持平。而非车险业务随着复工复产的持续推进，保费收入实现较快增长，业务占比持续提升。2020 年公司非车险保费收入 520.64 亿元，同比大幅增长 30.9%，非车险收入占比提升至 35.2%，驱动公司实现产险保费收入 1477.34 亿元，同比高增 11.1%。细分来看，非车险下的健康险、责任险、农业险快速发展，保费收入分别同比大幅增长 72.7%/44.1%/44.8%。

- **坚持价值、长期、稳健投资理念，投资管理能力优异：**公司贯彻“价值投资、长期投资、稳健投资”的理念，一方面坚持延展资产久期，在预期未来市场利率中枢下行的背景下，配置长久期国债与地方政府债，国债、地方政府债、政策性金融债占投资资产比重同比增长 1.3 pct 至 17.5%，平均久期为 16.4 年，同比增加 1.2 年；另一方面公司积极把握权益市场向上发展的机遇，加大权益资产配置，其中股票和权益性基金投资资产的占比较 2019 年上升 1.9 pct 至 10.2%，取得良好的相对收益。2020 年公司实现净投资收益 671.59 亿元，同比+9.6%；总投资收益 839.97 亿元，同比+25.4%；总/净投资收益率分别为 5.9%/4.7%，同比变动+0.5/-0.2 pct。

- **盈利预测与投资评级：**由于短期疫情给行业带来的冲击较为严重，行业资产、负债两端的修复仍需时间，我们下调公司 2021-2022 年新业务价值预测 284.9/324.4 亿元至 198.7/227.9 亿元，对应 21-22 年 VNPS 从 3.14/3.58 元调整至 2.07/2.37 元。但短期波动不扰长期价值，长远来看，公司将聚焦队伍升级、赛道布局、服务增值、数字赋能，坚定推进新一轮改革—长航行动。而行业国际巨头再保险集团的引入与原友邦保险区域 CEO 蔡强先生的加盟将为长航行动保驾护航。看好公司长期发展，股东回报有望持续得到提升（2020 年分红比率高达 50.9%），我们预计 2023 年新业务价值 262.2 亿元，对应 23 年 VNPS 2.72 元。当前市值对应 2021-2023 年 A 股估值 PEV 0.71/0.62/0.54 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**1）转型难度超预期，新单大幅下滑；2）长端利率下行超预期；3）权益市场波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.51
一年最低/最高价	26.22/47.14
市净率(倍)	1.72
流通 A 股市值(百万元)	263602.55

*备注汇率：估值数据按照 1 港元=0.8435 元人民币汇率计算

*备注货币单位：全文货币单位统一为人民币

*股价、总市值等数据截至 2021 年 3 月 26 日收盘

基础数据

每股净资产(元)	22.37
资产负债率(%)	87.53
总股本(百万股)	9620.34
流通 A 股(百万股)	6845.04

相关研究

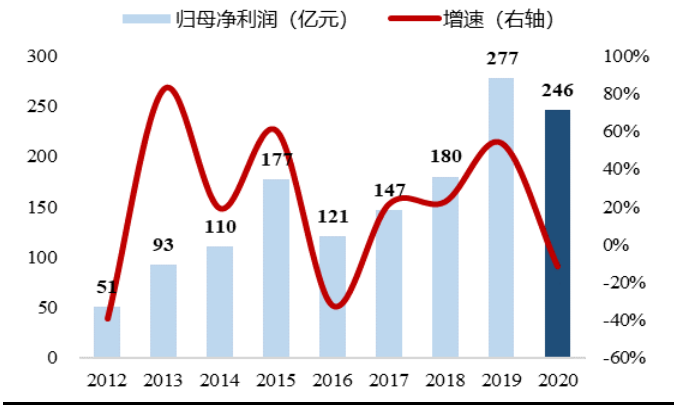
1、《中国太保（601601）：投资稳健支撑业绩高增，新单增速符合预期》2020-04-26

2、《中国太保（601601）：转型进行时，短期波动不扰长期价值》2020-03-22

3、《中国太保（601601）：全面推进转型 2.0，看好长期价值增长》2020-03-08

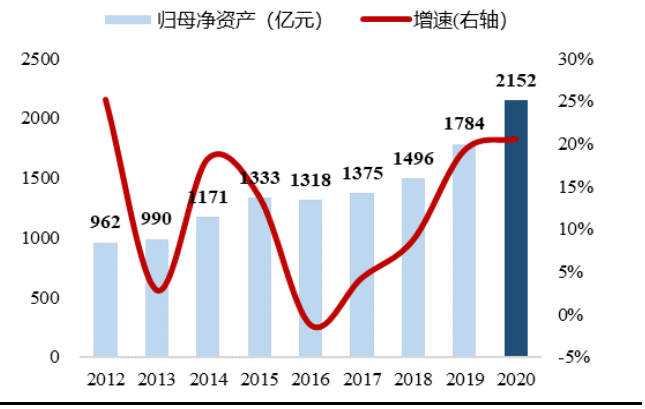
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：2012~2020 公司归母净利润及同比增速



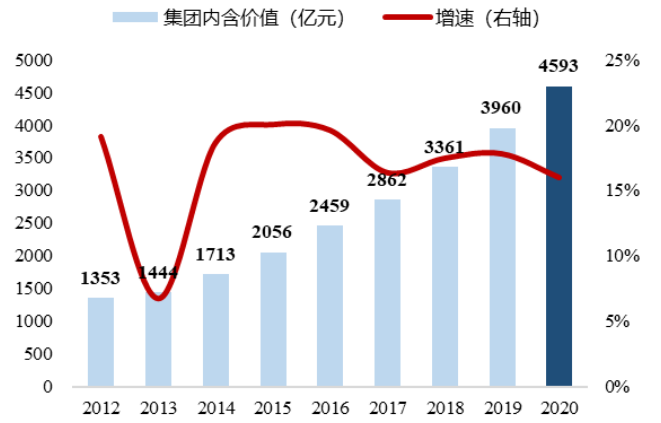
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 2：2012~2020 公司归母净资产及增速



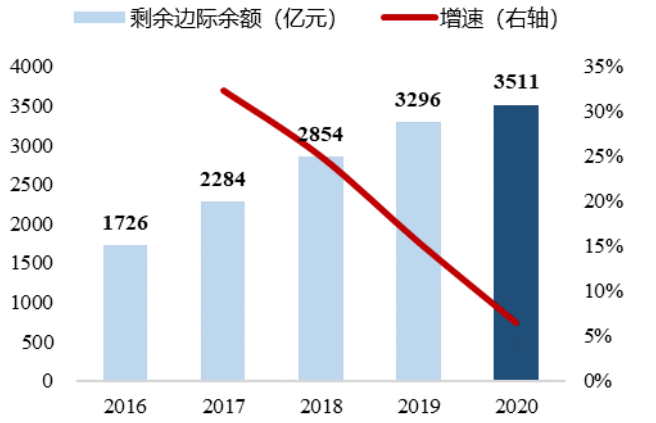
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 3：2012~2020 公司内含价值及增速



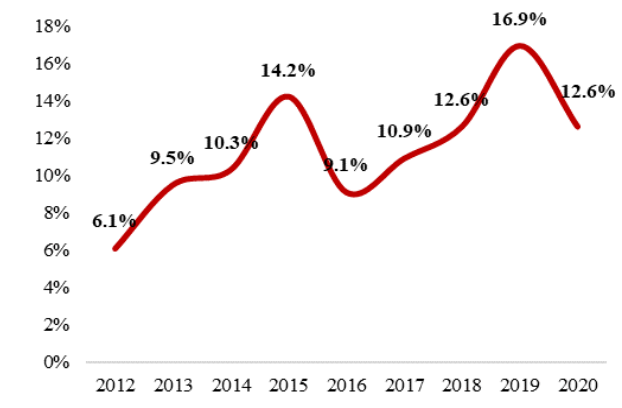
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 4：2016~2020 公司剩余边际余额及增速



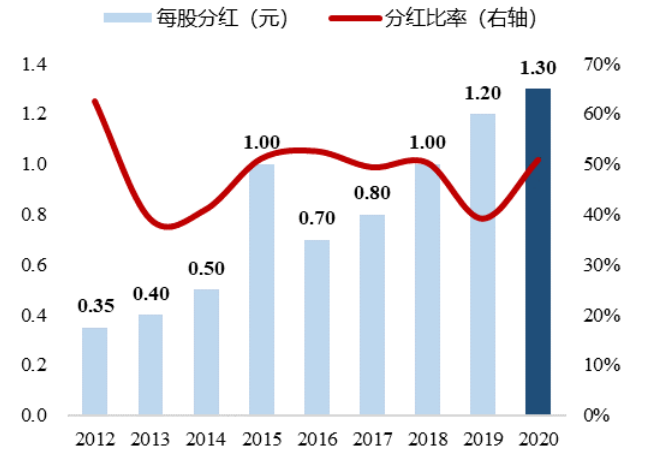
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 5：2012~2020 公司内 ROE



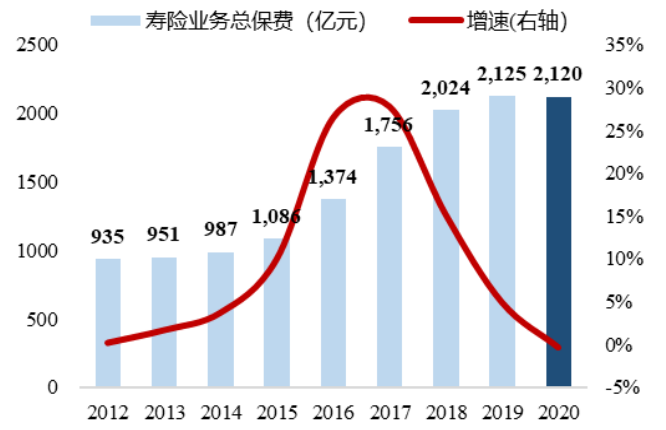
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 6：2012~2020 公司每股分红及分红比率



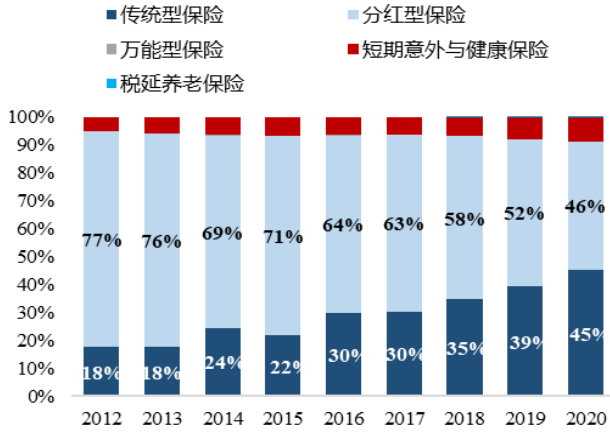
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 7：2012~2020 公司寿险总保费及同比增速



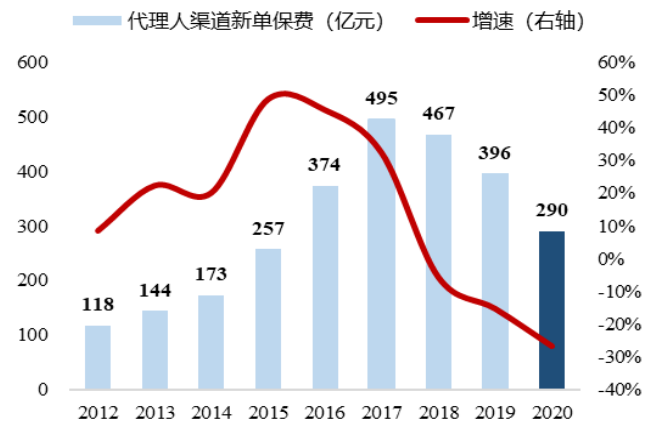
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 8：2012~2020 公司寿险业务保费结构



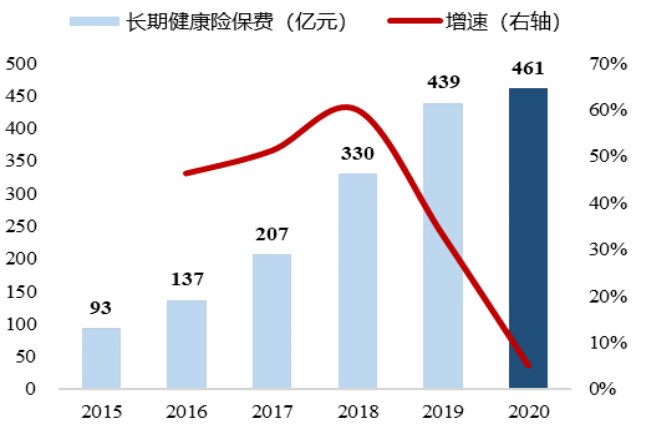
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 9：2012~2020 公司个险新单保费及同比增速



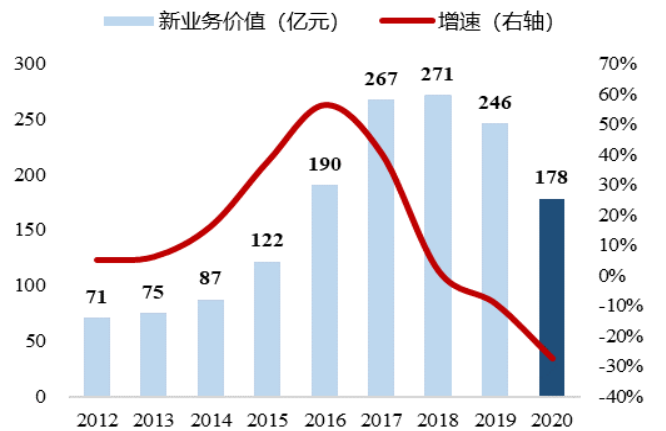
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 10：2015~2020 公司长期健康险保费及同比增速



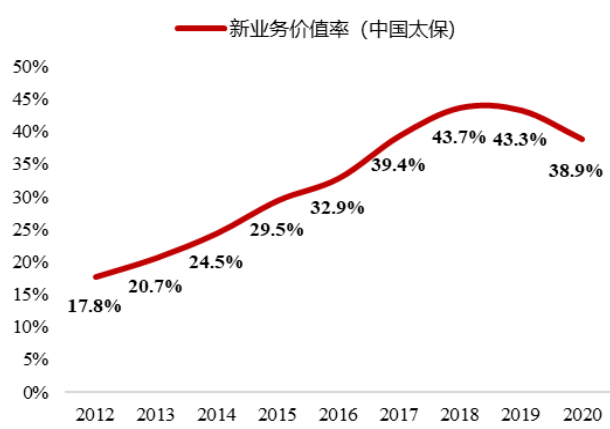
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 11：2012~2020 公司新业务价值及同比增速



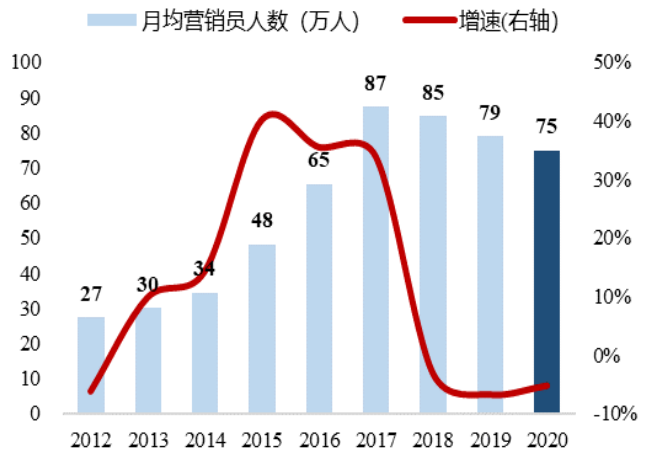
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 12：2012~2020 公司新业务价值率



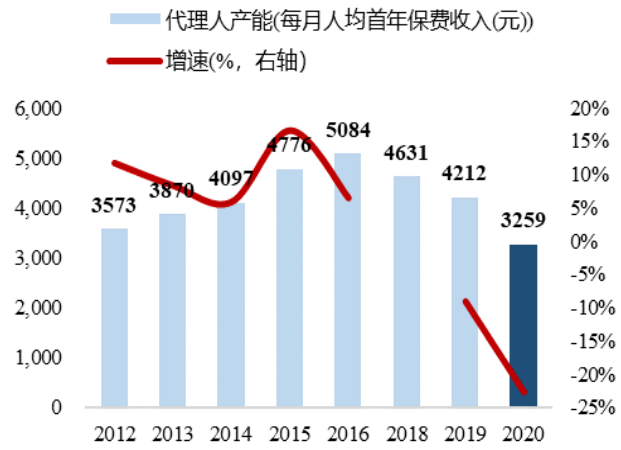
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 13：2012~2020 公司代理人数量及增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

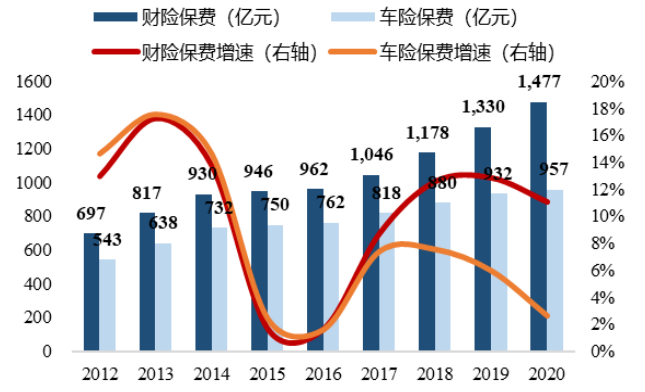
图 14：2012~2020 公司代理人产能及同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

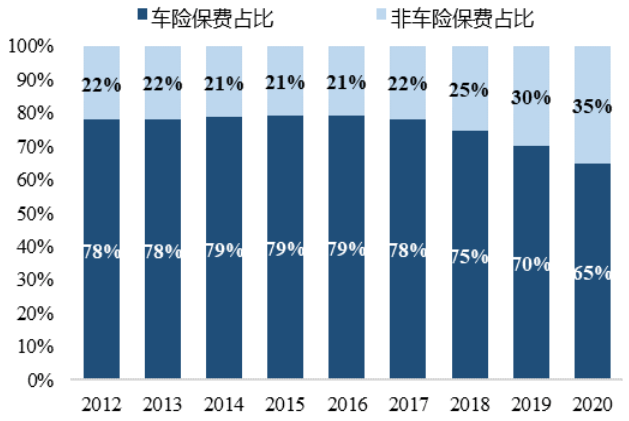
备注：公司未披露 2017 年相关数据

图 15：2012~2020 公司财险保费及同比增速



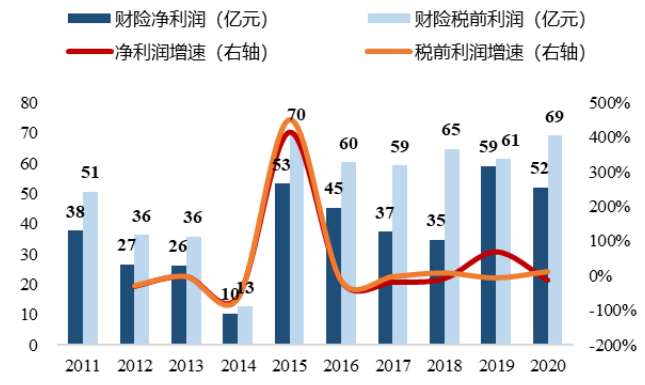
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 16：2012~2020 公司车险/非车险保费占比



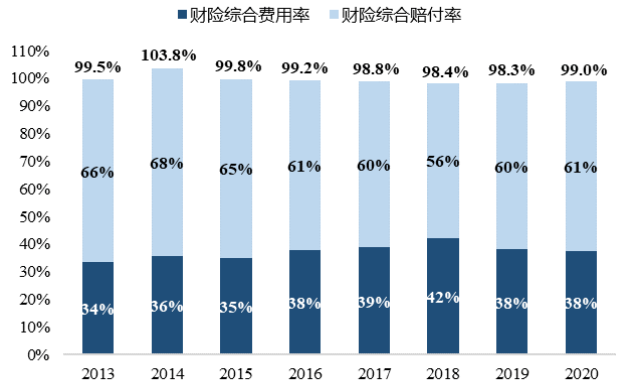
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 17：2011~2020 公司财险税前/净利润及同比增速



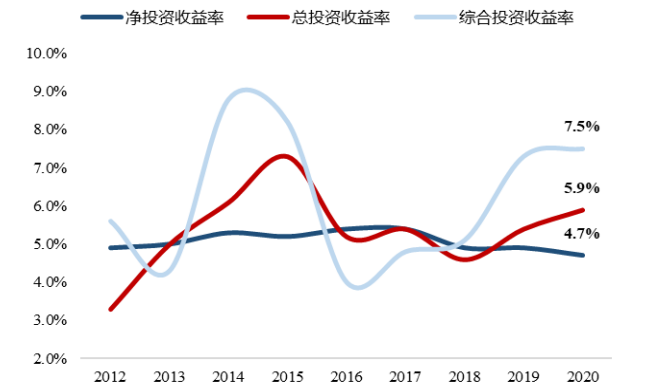
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 18：2013~2020 公司财险综合成本率



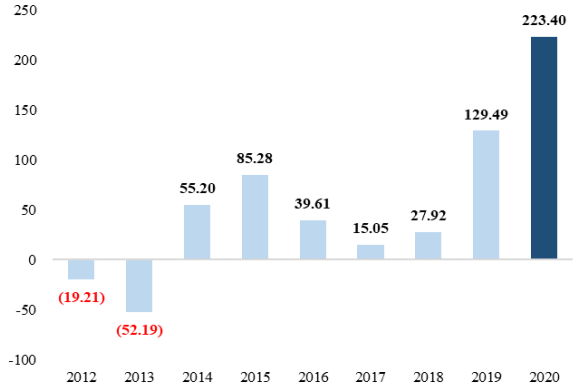
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 19：2012~2020 公司净/总/综合投资收益率



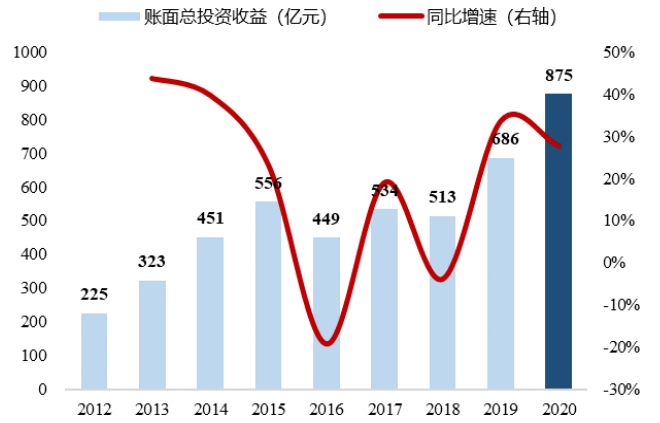
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 20：2012~2020 公司资产负债表“其他综合收益”



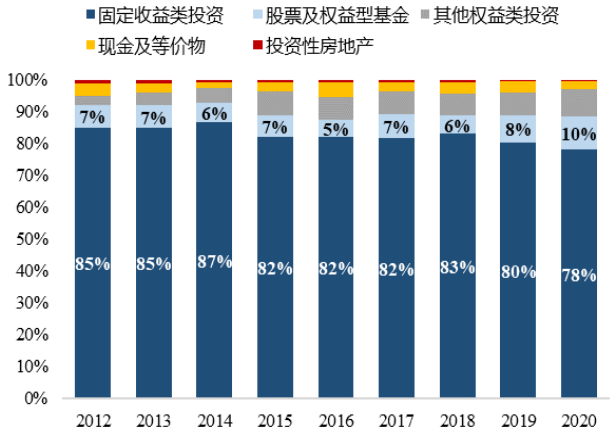
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 21：2012~2020 公司账面总投资收益及同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 22：2012~2020 公司投资资产配置结构



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

表 1：中国太保盈利预测及估值（调整）

单位：百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
寿险总保费收入	212,514	211,952	221,940	240,328	263,180
产险保费收入	132,979	147,734	160,433	185,316	216,165
归属母公司净利润	**27,741**	**24,584**	**26,785**	**29,342**	**32,946**
归属母公司净资产	178,427	215,224	231,361	248,358	267,745
新业务价值	**24,597**	**17,841**	**19,871**	**22,790**	**26,215**
内含价值	**395,987**	**459,320**	**524,012**	**602,085**	**692,180**
寿险总保费收入增速	5.0%	-0.3%	4.7%	8.3%	9.5%
产险保费收入增速	12.9%	11.1%	8.6%	15.5%	16.6%
归属母公司净利润增速	**54.0%**	**-11.4%**	**9.0%**	**9.5%**	**12.3%**
归属母公司净资产增速	19.3%	20.6%	7.5%	7.3%	7.8%
新业务价值增速	**-9.3%**	**-27.5%**	**11.4%**	**14.7%**	**15.0%**
内含价值增速	**17.8%**	**16.0%**	**14.1%**	**14.9%**	**15.0%**
EPS（元/股）	2.88	2.56	2.78	3.05	3.42
BPS（元/股）	18.55	22.37	24.05	25.82	27.83
VNPS（元/股）	2.56	1.85	2.07	2.37	2.72
EVPS（元/股）	41.16	47.74	54.47	62.58	71.95
P/E（A）	13.35	15.07	13.83	12.63	11.25
P/B（A）	2.08	1.72	1.60	1.49	1.38
VNBX（A）	15.06	20.77	18.64	16.26	14.13
P/EV（A）	**0.94**	**0.81**	**0.71**	**0.62**	**0.54**
P/E（H）	9.24	10.43	9.57	8.74	7.78
P/B（H）	1.44	1.19	1.11	1.03	0.96
VNBX（H）	10.43	14.37	12.90	11.25	9.78
P/EV（H）	**0.65**	**0.56**	**0.49**	**0.43**	**0.37**

数据来源：Wind，东吴证券研究所（数据截止 2021 年 3 月 26 日收盘，汇率按照 3 月 29 日的 1 港币=0.8435 元/人民币计算）

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