2020 年 08 月 23 日
公司研究●证券研究报告

中国太保（601601.SH）

公司快报

H120 新单/价值率双双下滑拖累 NBV 同比-25%

投资要点

- **事件：**公司发布 H120 财报，营收 2354.81 亿元、同比+6.85%，归母净利润 142.39 亿元、同比-12.01%；Q220 营收 972.70 亿元、同比+11.51%、环比-29.62%，归母净利润 58.51 亿元、同比-45.34%、环比-30.25%。业绩下滑系保险业务疲弱，同时 H119 手续费及佣金税优政策影响，扣非后上半年归母净利润同比+24.84%。

- **寿险：FYP 同比-20.72%、NBVM 同比-2pct，拖累 NBV 同比-24.78%。**受疫情影响，H120 个代新单同比-27.52%至 190.65 亿元（Q1 同比-31.07%、Q2 同比-20.53%），其中期缴占比同比-9.36pct 至 77%（Q1 为 80%）。月均营销员同比-3.77%至 76.6 万人，较上年末-3.04%。公司并未粗暴增员以对冲新单下滑，打造“三支关键队伍”核心仍在优质增员。价值转型虽受疫情冲击明显，但个险 NBVM 仍持续优化，同比+6.8pct 至 56.5%，传统寿险业务 NBVM 同比+6.7pct 至 79.73%。公司个险代理人渠道贡献保费 91.20%，于同业中占比最高，受疫情影响下压严重，同时向上反弹动力更足。代理人层面，我们预计基本企稳，产能承压已经到极限，预计 Q3 及 Q4 初的疫情窗口期将进一步改善，若疫苗问世则线下展业将会加速恢复。**同时今年以来公司产品迭代升级、新品频出，“量”与“价”有望迎来修复。**

- **产险：健康险等助力非车业务高增长：**车险持续萎靡，上半年同比略增 3.96%，非车业务在健康险/责任险等创新产品的开发下延续增长态势，其中健康险同比+77.24%，整体非车保费同比+29.83%，产险保费同比+12.34%，上市同业中位居第一。综合费用率同比-80bp 至 38.6%，综合成本率同比-30bp 至 98.3%。

- **投资更为灵活：**固收类占比下滑至 79.5%，但在市场利率反弹时配置长久期国债和政府债；同时股票+权益基占比同比+0.9pct 至 8.3%。净投资收益率同比-0.2pct 至 4.4%，总投资收益率 4.8%（同比持平）。投资资产同比+14%，投资收益同比+22%。

- **投资建议：**上半年受疫情拖累明显，基于 H120 财务数据，我们将公司 2020-22E 净利润分别下调 6.15%、5.25%、3.78%。公司在最困难时期仍然仍延续稳健策略，2.0 策略下价值导向路径确认无疑，经济复苏下以代理人贡献为主的价值驱动模式更值得期待。目前股价对应 2020EPEV0.70x，维持买入-A 评级。

- **风险提示：**线下展业恢复不及预期，代理人流失加重

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	354363	385489	411522	445848	498461
同比增长（%）	10.80%	8.78%	6.75%	8.34%	11.80%
归母净利润（百万元）	18019	27741	27754	31588	36798
同比增长（%）	22.90%	53.95%	0.05%	13.82%	16.49%
EVPS（元）	37.09	43.70	46.41	53.14	61.63
PE	16.22	10.54	10.54	9.26	7.95
PEV	0.87	0.74	0.70	0.61	0.52

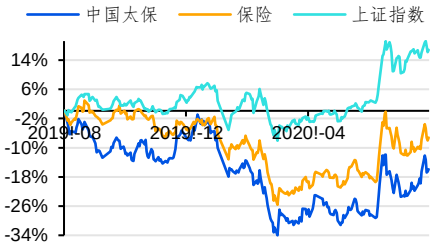
非银行金融 | 保险 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2020-08-21)	32.27 元

交易数据

总市值（百万元）	310,448.42
流通市值（百万元）	220,889.49
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	26.00/40.40 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.11	-3.5	-28.59
绝对收益	4.54	16.65	-11.34

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：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

中国太保：行稳致远、价值典范 2020-01-05

中国太保：新单依旧承压、更应展望 2020 开门红 2019-10-31

财务报表预测和估值数据汇总

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
已赚保费	299,724	313,246	336,464	367,611	414,025
投资净收益	53,812	68,256	71,191	73,983	79,756
营业收入	354,363	385,489	411,522	445,848	498,461
退保金	12,641	11,104	10,895	11,671	13,047
赔付支出	107,216	128,541	135,405	149,636	169,244
提取保险责任准备金	105,078	122,776	123,600	130,316	143,219
保户红利支出	11,263	10,777	12,103	12,577	13,559
手续费及佣金支出	56,251	46,853	44,862	51,057	56,253
业务及管理费	39,943	45,439	45,267	49,043	54,831
营业支出	326,108	357,422	370,998	399,724	444,730
营业利润	28,255	28,067	40,525	46,123	53,731
税前利润	28,255	28,067	40,525	46,123	53,731
所得税	9,574	(388)	12,157	13,837	16,119
净利润	18681	28455	28367	32286	37611
归属于母公司股东的净利润	18,019	27,741	27,754	31,588	36,798
少数股东损益	415	613	613	698	813
险企财务指标	**2018A**	**2019A**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
EPS(元)	1.99	3.06	3.06	3.49	4.06
BVPS(元)	16.51	19.69	21.59	23.76	26.29
EVPS(元)	37.09	43.70	46.41	53.14	61.63
PE(X)	16.22	10.54	10.54	9.26	7.95
PB(X)	1.96	1.64	1.49	1.36	1.23
P/EV	0.87	0.74	0.70	0.61	0.52

资产负债表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	15,323	14,872	15,946	17,190	18,772
买入返售金融资产	23,095	28,045	30,070	32,417	35,400
交易性金融资产	11,835	4,931	5,287	5,700	6,224
定期存款	128,396	147,756	158,424	170,788	186,507
可供出售金融资产	415,868	511,822	548,777	591,603	646,054
持有至到期投资	284,744	295,247	316,565	341,269	372,680
长期股权投资	17,472	20,442	21,918	23,628	21,918
资产合计	1,335,9	1,528,3	1,631,0	1,758,2	1,920,1
保户储金及投资款	62,325	75,576	86,584	100,378	115,990
未到期责任准备金	49,455	61,975	71,002	82,313	95,116
未决赔款准备金	38,864	42,504	47,332	51,592	56,235
寿险责任准备金	787,284	891,195	1,002,5	1,137,9	1,308,6
长期健康险责任准备金	44,068	72,347	101,286	141,800	170,160
应付保单红利	26,501	25,447	30,639	32,944	35,754
负债合计	1,181,9	1,345,0	1,429,9	1,537,0	1,675,3
股本	9,062	9,062	9,062	9,062	9,062
归属于母公司所有者权益合计	149,576	178,427	195,693	215,344	238,236
少数股东权益	4,472	4,893	5,366	5,905	6,533
所有者权益合计	154,048	183,320	201,059	221,249	244,769
内含价值（百万元）	**2018A**	**2019A**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
调整后净资产	88,714	111,211	128,779	147,562	172,167
扣偿后有效业务价值	169,714	194,311	214,985	240,985	272,537
内含价值	336,141	395,987	446,446	511,246	592,939
一年新业务价值	27,120	24,597	20,674	26,001	31,551

资料来源：wind，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