证券研究报告

公司研究——事项点评

中国太保（601601.SH）

# 寿险新业务价值承压，产险综合成本率下降

2020 年 8 月 24 日


**王舫朝　非银金融首席分析师**
执业编号：S1500519120002
联系电话：（010）83326877
邮　箱：wangfangzhao@cindasc.com

朱丁宁 研究助理
邮箱：zhudingning@cindasc.com


**相关研究**
《中国太保一季报点评：投资驱动业绩靓眼，寿险业务短期承压》2020.04


信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031


**事件**：中国太保公布 2020 年半年报，实现营业收入 2165.97 亿元，同比+4.2%。实现归母净利润 142.39 亿元，同比-12%，扣非后净利润同比+24.8%。每股收益 1.57 元，同比-12.3%。加权平均 ROE7.7%，同比下降 2.4pct。

**点评：**

- **所得税影响净利润同比-12%。**中国太保 1H20 实现归母净利润 142.39 亿元，同比-12%，主要因为佣金手续费支出税前扣除比例政策导致去年同期基数较高，扣非后净利润同比+24.8%。扣除会计估计变更、所得税影响和短期投资波动等影响的归母营运利润同比+28.1%。业绩正向贡献有 1）投资收益(投资收益+公允价值变动)YoY+21.7%，源于证券买卖收益及债券利息收入增加，2）手续费和佣金支出 YoY-16.12%，源于长期健康险和分红险新保下降导致佣金大降。

- **1H20 寿险新业务价值承压，队伍建设持续夯实**。1H20 受疫情对线下销售、增员、展业影响，新业务价值承压，同比-24.8%，其中年化新单保费同比-20.7%，较 Q1 收窄（1Q20 -31.1%），新业务价值率同比下降 2pct 至 37%。续期（YoY+6.6%）拉动总保费同比+0.1%。队伍方面，公司继续坚定营销员队伍转型，打造核心人力、顶尖绩优和新生代三支关键队伍，并强化科技赋能。上半年营销员月均总人力同比-3.8%达 76.6 万人，月均首年保费同比-29%，其中二季度月均健康和绩优人力逐月回升。此外，上半年公司加大线上化经营支持力度来实现营销员增员、培训、获客展业等，同时也推出涵盖营销员、主管和内勤的 AMS 线上支持系统，持续探索高绩优队伍支持体系。利润方面，营运利润稳步增长（YoY+28.1），源于寿险剩余边际余额持续增加，同比+5.3%，带来剩余边际稳步摊销(寿险营运利润同比+20.7%)。集团 EV 同比+8.7%，其中有效业务价值同比+5.7%，增速放缓（2019 YoY+12.5%），源于新业务价值增速放缓。

- **非车险强劲增长拉动产险保费较快增长，综合成本率下降。**非车险业务拉动保费稳健增长。1H20 产险实现保险业务收入 766.7 亿元，同比+12.3%，其中非车险收入同比+29.8%，占比较年初提升 1.7ppts 至 32.4%。非车业务中，农险和责任险和健康险增长强劲，农险同比+45.6%，市场份额持续提升；责任险同比+34.1%；健康险同比+77.5%。车险业务方面，车险收入同比+4%，且边际改善。车险综合改革短期内料对车险件均保费承压，但公司有望凭借专业能力进一步巩固龙头地位。承保盈利方面，1H20 产险业务综合成本率优化，同比下降 0.3ppt 至 98.3%。其中费用率同比-0.8pct 至 38.6%，而赔付率上升 0.5pct 至 59.7%。分险种看，成本率优化主要源自车险承保盈利提升，综合成本率下降 0.6pct 至 97.8%，赔付率和成本率均下降 0.3ppts 至 59.6%和 38.2%。非车险综合成本率同比+0.2ppts 至 99.7%。

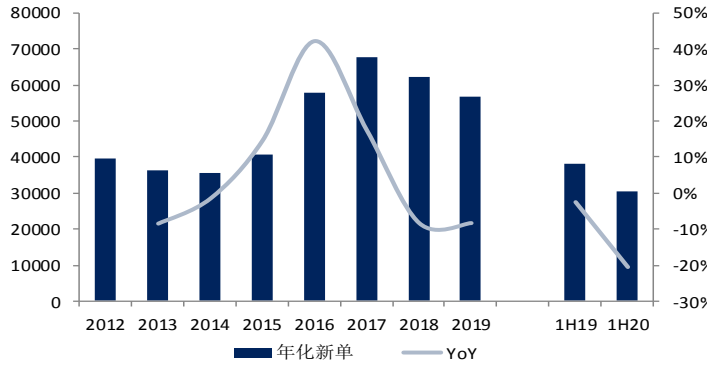
- **投资收益保持稳健。**1H20 净投资收益同比+10%，源于固定息投资利息收入增长，总投资收益同比+17.8%，源于证券买

卖收益大幅增加。1H20 净投资收益率 4.4%，同比-0.2pct，总投资收益率同比持平于 4.8%。投资组合中，1H20 权益类投资占比下降 0.2pct 至 15.5%，而股票+权益基金投资占比 8.3%，与去年同期持平。固收占比下降 0.9pct 至 79.5%，主要因为债券投资占比下降 3.1pct，源于前四月十年期国债收益率持续下探。公司坚持“长期投资、稳健投资、价值投资”理念，加强资产负债联动。随着 5 月份开始十年期国债利率企稳上行，公司重新加大配置长久期国债和地方债，并延长资产久期，叠加权益市场活跃度提升，预计下半年投资收益有望明显改善。

- **投资建议：**负债端受疫情影响，短期内寿险新单和新业务价值承压。考虑到线上加大科技赋能、坚定打造三支队伍、保障型产品需求提升，我们预计下半年负债端有望逐步回暖，新业务价值降幅有望收窄。产险业务表现稳健，非车业务强劲增长，车险带来综合成本率改善。资产端长端利率企稳叠加权益市场活跃度提升，下半年投资收益有望明显改善。GDR 成功上市后有望进一步引入长线投资者，改善公司治理，提升管理经验，并进一步加大国际化布局。太保目前估值仅 0.64x，反应了过于悲观预期，建议关注。

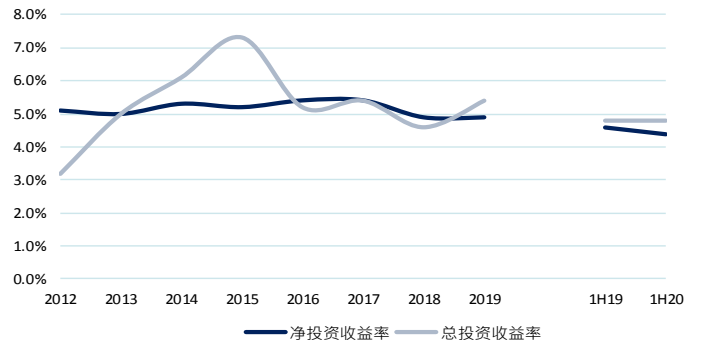
- **风险因素：**受疫情影响，代理人展业恢复进度不及预期；代理人产能下滑导致人员脱落；资本市场大幅波动带来投资收益急剧下降；利率下行将缩窄固定利率工具利差空间，并影响会计利润。

**图 1： 首年新单（百万元）及增长**



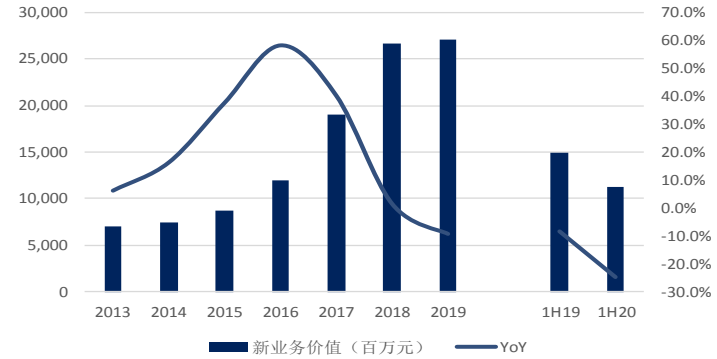

*资料来源：公司年报，信达证券研发中心*

**图 2：投资收益率（%）**



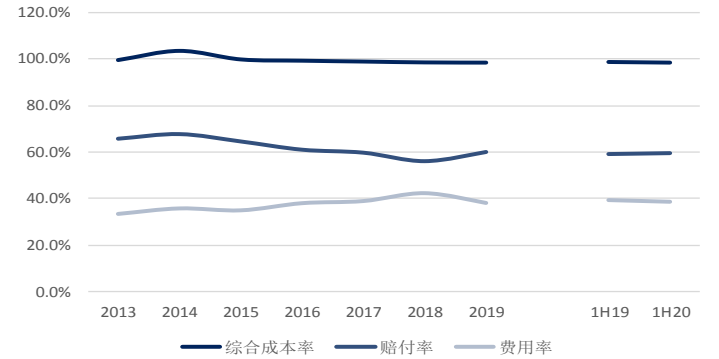

*资料来源：公司年报，信达证券研发中心*

图 3： 新业务价值（百万元）及增长




资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 4： 综合成本率（%）




资料来源：公司年报，信达证券研发中心

## 研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019 年 11 月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于 2020 年 4 月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019 年加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

## 机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|
| 华北 | 袁　泉 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com |
| 华北 | 张　华 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com |
| 华北 | 唐　蕾 | 18610350427 | tanglei@cindasc.com |
| 华北 | 魏　冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华东 | 王莉本 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com |
| 华东 | 文襄琳 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com |
| 华东 | 张思莹 | 13052269623 | zhangsiying@cindasc.com |
| 华东 | 吴　国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东 | 孙斯雅 | 18516562656 | sunsiya@cindasc.com |
| 华东 | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华东 | 袁晓信 | 13636578577 | yuanxiaoxin@cindasc.com |
| 华南 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南 | 杨诗茗 | 13822166842 | yangshiming@cindasc.com |
| 华南 | 陈　晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称"信达证券")具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
| --- | --- | --- |
| 本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）;<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | **买入：** 股价相对强于基准 20％以上； | **看好：** 行业指数超越基准； |
| | **增持：** 股价相对强于基准 5％～20％； | **中性：** 行业指数与基准基本持平； |
| | **持有：** 股价相对基准波动在±5% 之间； | **看淡：** 行业指数弱于基准。 |
| | **卖出：** 股价相对弱于基准 5％以下。 | |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。