

## 新单短期下滑不扰长期向上，期待转型 2.0 成效 买入（维持）

2019 年 10 月 30 日

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

研究助理 周颖婕

zhouyj@dwzq.com.cn

事件：公司发布 2019 年三季报，实现归属于母公司股东净利润 229.14 亿元，同比增长 80.2%，对应 EPS 为 2.53 元/股；归属于母公司股东的净资产 1702.33 亿元，较年初增长 13.8%，对应 BVPS 为 18.79 元/股；非年化 ROE 为 14.2%，同比提升 5.2pct。

### 投资要点

#### ■ 业绩：利润延续高增，Q1-3 归母净利润同比+80.2%，Q3 单季+50.9%：

前三季度公司归母净利润 229.1 亿，同比+80.2%，其中 Q3 单季度归母净利润 67.3 亿，同比+50.9%，利润继续延续高增长，主要系投资端表现优异。前三季度，公司年化净投资收益率 4.8%，基本保持稳定；总投资收益率同比+0.4pct.至 5.1%，较中报有所提升，且投资资产浮盈相较于中报继续上升 9.7 亿至 95.9 亿，预计主要系公司加大权益类配置占比（权益类资产占比提升 2pct.至 14.5%，其中股票和权益型基金占比提升 2.2pct.至 7.8%）。此外，受折现率假设调整等会计估计变更的影响，公司增加保险合同准备金等相关负债，对应减少前三季度净利润合计 37.42 亿元，与上半年基本保持一致（上半年对应减少利润 38.16 亿元）。

#### ■ 寿险：Q1-3 个险渠道新单同比-12.3%，主要源于同比基数相对较高+

公司聚焦核心人力，未来提质成效将逐步显现：前三季度公司代理人渠道新保业务 347.3 亿元，同比-12.3%，较中报有所降速，其中 Q3 单季 84.3 亿元，同比-18.5%，预计主要系去年同期高基数+代理人“清虚”导致人力规模有所下滑（在新单负增长情况下，公司没有降低考核要求，主动淘汰无活动率的代理人）。虽然短期来看，人力下滑导致新单增速承压，但我们认为，公司持续夯实队伍基础、聚焦核心人力，且明确提出要打造三支关键人力队伍，至 2022 年，目标将核心人力规模占比从 15%提升至 40%，MDRT 人数从 600 提升至 2000+人，新生代队伍占比从 15%提升至 30%，未来公司人力队伍从量到质的转型成效将逐步显现。

#### ■ 财险：保费增速领先同业，非车业务延续增长：

前三季度公司财险保费收入 1004.56 亿，同比增长 12.98%，保费增速高于其他上市同业，驱动公司财险市场份额较年初提升 23pct.至 10.21%。其中，公司车险保费增速保持稳健，同比增长+5.3%至 674.5 亿，在新车销量持续下滑的背景下，通过分新续保实现增量贡献；非车险延续高增长，保费+32.3%至 330.1 亿元，增速较中报继续提升，驱动非车险占比提升+4.9pct.至 32.9%，预计农险、保证险等非车险种将继续引领太保财险扩张。

#### ■ 盈利预测与投资评级：公司持续推进转型 2.0，聚焦价值、队伍、赋能，

且明年有望修订代理人基本法，向绩优代理人倾斜，看好公司营销队伍结构升级驱动长期价值增长，预计公司 2019 年、2020 年 NBV 增速分别为-6.3%、6.7%，目前 A 股估值 0.80 倍 2019PEV，维持“买入”评级。

#### ■ 风险提示：1) 保障型产品后续销售不及预期；2) 长端利率大幅下行影响

投资端；3) 投资收益大幅下行；4) 管理层机制变革的不确定性。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	34.55
一年最低/最高价	26.34/40.40
市净率(倍)	1.84
流通 A 股市值(百万元)	217205.49

### 基础数据

每股净资产(元)	18.79
资产负债率(%)	88.29
总股本(百万股)	9062.00
流通 A 股(百万股)	6286.70

### 相关研究

1、《中国太保 (601601)：税优贡献利润，价值逐季改善》

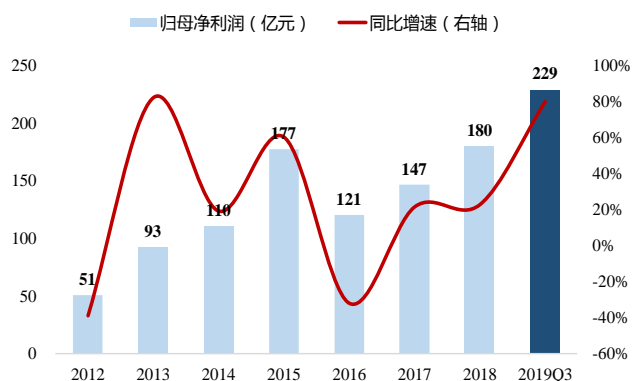
2019-08-26

2、《中国太保 (601601)：NBV 转正，投资端表现优异》

2019-03-25

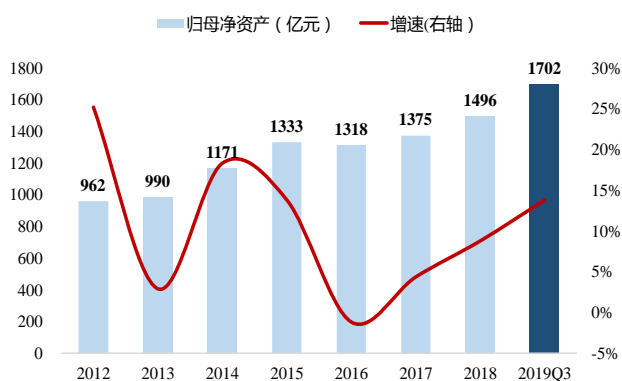
3、《中国太保 (601601)：2018 年三季报点评：新单降幅收窄，投资收益稳健》2018-10-28

图 1: 2012~2019Q3 公司归母净利润及同比增速



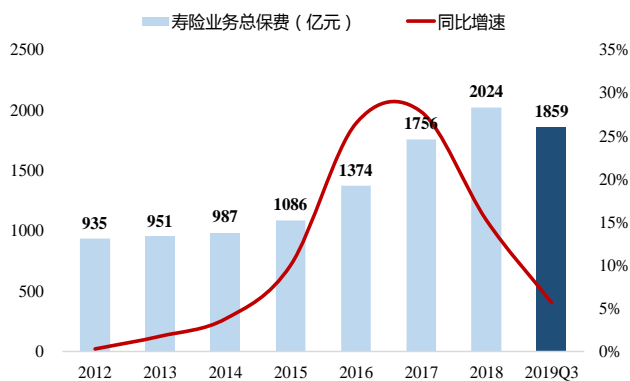
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 2: 2012~2019Q3 公司归母净资产及增速



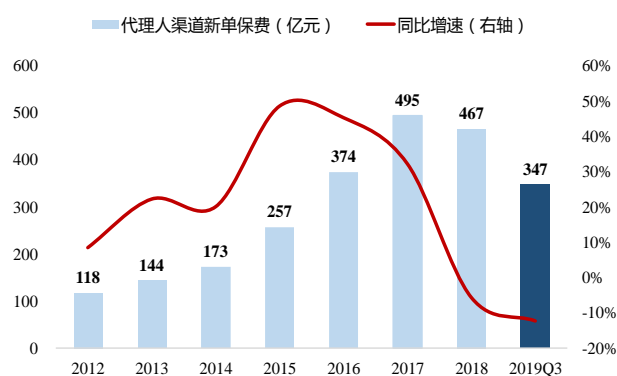
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 3: 2012~2019Q3 公司寿险业务总保费及增速



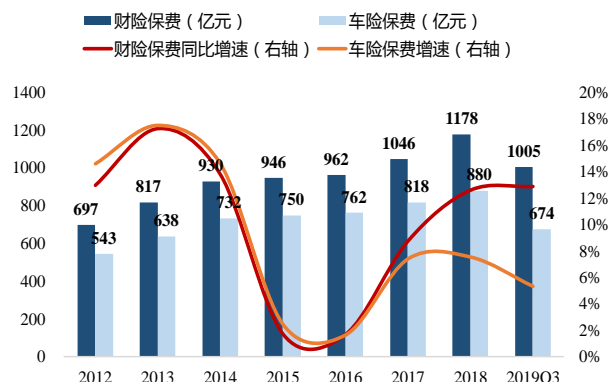
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 4: 2012~2019Q3 公司个险新单保费及同比增速



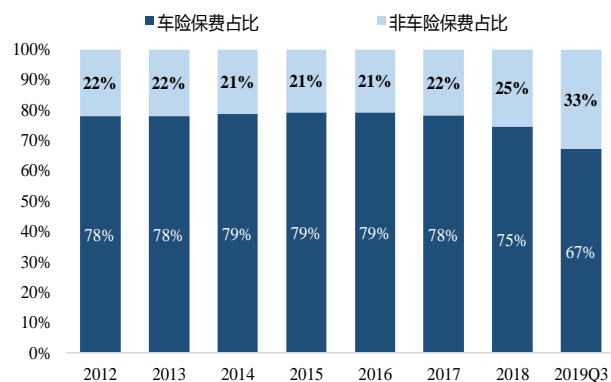
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 5: 2012~2019Q3 公司财险/车险保费及同比增速



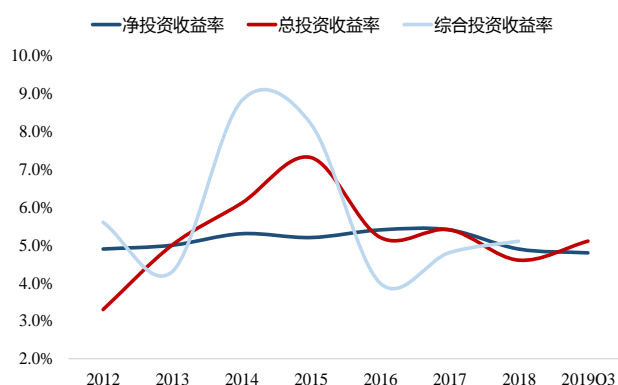
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 6: 2012~2019Q3 公司财险保费收入结构



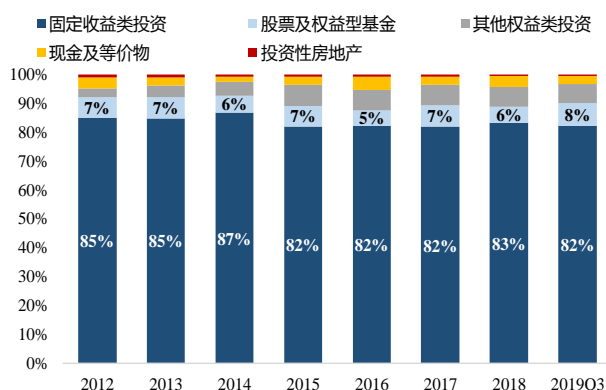
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 7：2012~2019Q3 公司净、总、综合投资收益率



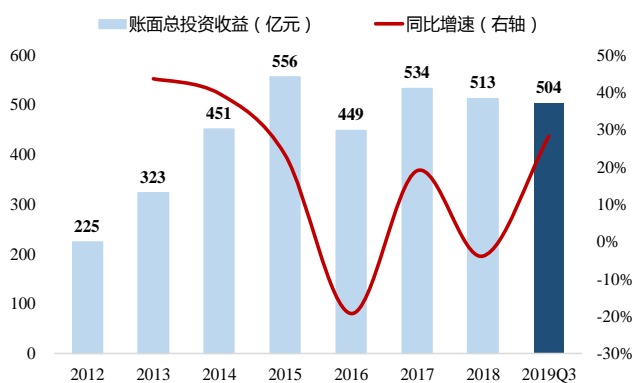
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 8：2012~2019Q3 公司投资资产配置情况



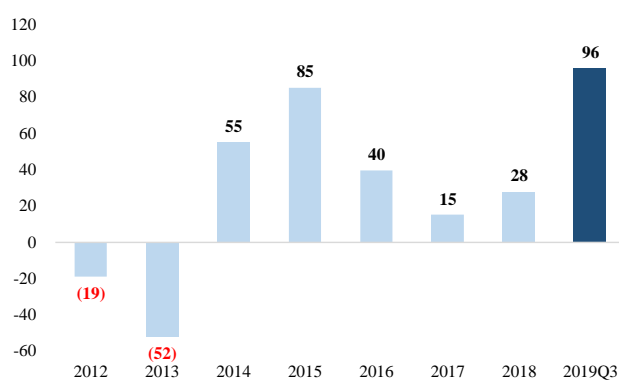
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 9：2012~2019Q3 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 10：2012~2019/09 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

表 1：中国太保盈利预测及估值（调整）

单位：百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
寿险总保费收入	137,362	175,628	202,414	212,990	271,324	350,761
产险保费收入	96,195	104,614	117,808	131,470	147,881	167,095
<b>归属母公司净利润</b>	<b>12,057</b>	<b>14,662</b>	<b>18,019</b>	<b>28,536</b>	<b>29,864</b>	<b>33,264</b>
归属母公司净资产	131,764	137,498	149,576	170,492	187,275	206,481
<b>新业务价值</b>	<b>19,041</b>	<b>26,723</b>	<b>27,120</b>	<b>25,409</b>	<b>27,111</b>	<b>30,161</b>
<b>内含价值</b>	<b>245,940</b>	<b>286,169</b>	<b>336,141</b>	<b>390,728</b>	<b>454,662</b>	<b>526,913</b>
寿险总保费收入增速	26.5%	27.9%	15.3%	5.2%	27.4%	29.3%
产险保费收入增速	1.7%	8.8%	12.6%	11.6%	12.5%	13.0%
<b>归属母公司净利润增速</b>	<b>-32.0%</b>	<b>21.6%</b>	<b>22.9%</b>	<b>58.4%</b>	<b>4.7%</b>	<b>11.4%</b>
归属母公司净资产增速	-1.2%	4.4%	8.8%	14.0%	9.8%	10.3%
<b>新业务价值增速</b>	<b>56.5%</b>	<b>40.3%</b>	<b>1.5%</b>	<b>-6.3%</b>	<b>6.7%</b>	<b>11.3%</b>
<b>内含价值增速</b>	<b>19.6%</b>	<b>16.4%</b>	<b>17.5%</b>	<b>16.2%</b>	<b>16.4%</b>	<b>15.9%</b>
EPS	1.33	1.62	1.99	3.15	3.30	3.67
BPS	14.54	15.17	16.51	18.81	20.67	22.79
VNPS	2.10	2.95	2.99	2.80	2.99	3.33
EVPS	27.14	31.58	37.09	43.12	50.17	58.15
P/E (A)	25.97	21.35	17.38	10.97	10.48	9.41
P/B (A)	2.38	2.28	2.09	1.84	1.67	1.52
VNBX (A)	16.44	11.72	11.54	12.32	11.55	10.38
<b>P/EV (A)</b>	<b>1.27</b>	<b>1.09</b>	<b>0.93</b>	<b>0.80</b>	<b>0.69</b>	<b>0.59</b>
P/E (H)	18.45	15.17	12.34	7.79	7.45	6.69
P/B (H)	1.69	1.62	1.49	1.30	1.19	1.08
VNBX (H)	11.68	8.32	8.20	8.75	8.20	7.37
<b>P/EV (H)</b>	<b>0.90</b>	<b>0.78</b>	<b>0.66</b>	<b>0.57</b>	<b>0.49</b>	<b>0.42</b>

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 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>

