



601601.SH

**增持**

原评级: 增持

市场价格: 人民币 34.67

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	29.9	(2.6)	(10.2)	6.2
相对上证指数	10.1	(3.4)	(10.6)	(10.0)

发行股数(百万)	9,062
流通股(%)	69
总市值(人民币 百万)	314,180
3个月日均交易额(人民币 百万)	770
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	31

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券  
以2019年10月29日收市价为标准

相关研究报告

- 《中国太保》 20190825
- 《中国太保》 20190426
- 《中国太保》 20190324

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 保险

王维逸

021-20328592

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518050001

# 中国太保

## 三季度新单进一步下滑, 全年压力较大

公司 2019 年前三季度实现归母净利润 229.1 亿元, 同比+80.2%; 寿险保费收入 1,858.8 亿元, 同比+5.0%, 其中 Q3 单季 474.5 亿元, 同比+3.2%。

- **新单增速表现乏力, 逐季改善趋势明显:** 1) 19 年前三季度公司实现净利润 229.1 亿元, 同比+80.2%。公司前三季度实现利润总额 229.5 亿元, 同比+11.2%。公司因会计估计变更, 多提保险准备金导致利润总额减少 37.4 亿元, 消除会计变更利润总额为 266.9 亿元, 同比+29.3%; 2) 19 年前三季度寿险保费收入 1,858.8 亿元, 同比+5.0%, 其中 Q3 单季 474.5 亿元, 同比+3.2%。19 年前三季度个险新保业务 347.3 亿元, 同比-12.3%; Q3 单季度个险新保业务实现 84.3 亿元, 同比-18.6%, 预计全年 NBV 表现压力较大。
- **非车增速持续高于车险, 预计未来非车险受益于农险政策指导:** 1) 19 年前三季度产险保费收入 1,004.6 亿元, 同比+12.9%。Q3 单季保费收入 322.1 亿元, 同比+55.3%; 2) 2019 年前三季度车险实现保费收入 674.5 亿元, 同比+5.3%。Q3 单季车险保费收入 213.2 亿元, 同比+5.6%。3) 19 年前三季度非车险保费收入为 330.1 亿元, 同比+32.3%。Q3 单季非车险保费收入 109.0 亿元, 同比+34.3%。非车险增速仍大幅领先车险业务。监管出台农险指导意见, 预期未来三年 (2020-2022) 公司农险将高速增长, 拉动非车险整体增速。
- **权益市场回暖拉高投资收益:** 1) 19 年前三季度公司年化总/净投资收益率为 5.1%/4.8%, 同比+0.4/+0.0 个百分点; 2) 19 年前三季度投资资产达 13,707.2 亿元, 环比 18 年末+11.1%, 固收类占比 82.2%, 环比 18 年末下降 0.9 个百分点; 权益类占比 14.5%, 环比 18 年末上升 2.0 个百分点。

投资建议

- 公司全年目标及 NBV 增速预计面临较大压力。2020 开门红公司计划以预定利率 3.5%、3-5 年缴费期的年金产品作为主打, 销售效果有待观察。我们调整公司 2019/2020/2021 年 NBV 增速预测为-4.9%/3.1%/3.2%, EV 增速为 13.7%/14.3%/16.6%, 2019PEV 为 0.82, 维持**增持**评级。

风险提示

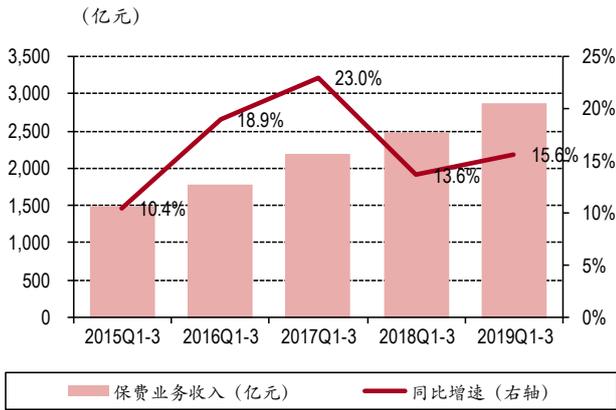
- 保障型保险产品保费增速不及预期; 市场波动对行业业绩、估值的双重影响; 利率下行带来的险企投资不确定性。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(人民币百万)	319,617	354,363	385,683	427,536	465,241
变动(%)	19.7	10.9	8.8	10.9	8.8
归母净利润(人民币百万)	14,662	18,019	28,320	30,921	38,289
变动(%)	21.6	22.9	57.2	9.2	23.8
EV (人民币百万)	286,170	336,141	382,358	436,904	509,382
EV 增速(%)	16.4	17.5	13.7	14.3	16.6
NBV (人民币百万)	26,723	27,120	25,791	26,591	27,442
NBV 增速(%)	40.3	1.5	(4.9)	3.1	3.2
P/EV	1.0	0.9	0.82	0.72	0.61
EPS(元)	1.6	2.0	3.13	3.41	4.23
原预测 EPS(元)			2.7	3.4	4.2
变动(%)			15.7	0.4	0.6

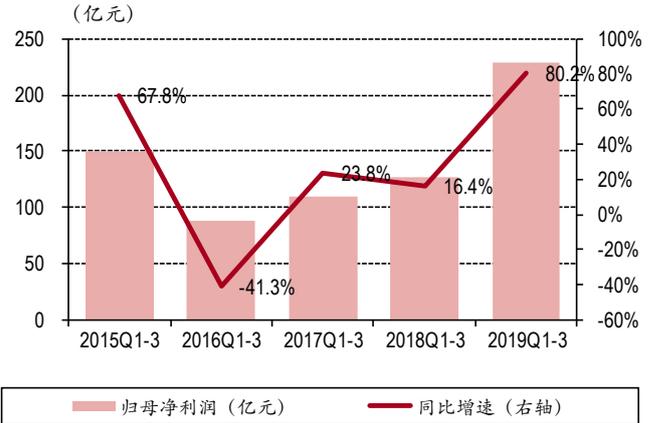
资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

图表 1. 2015-2019 前三季度公司保费收入及同比增速



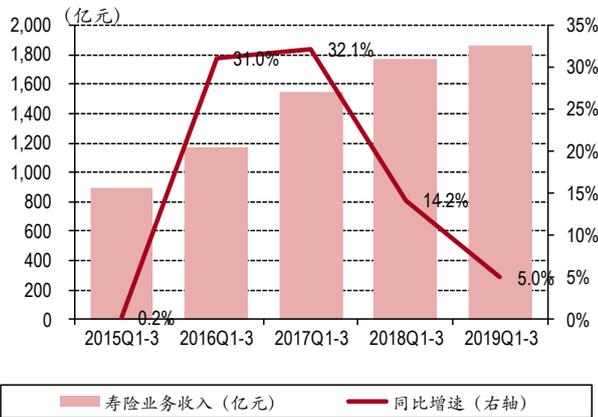
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 2. 2015-2019 前三季度公司归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 3. 2015-2019 前三季度寿险保费收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 4. 2015-2019 前三季度产险保费收入及同比增速



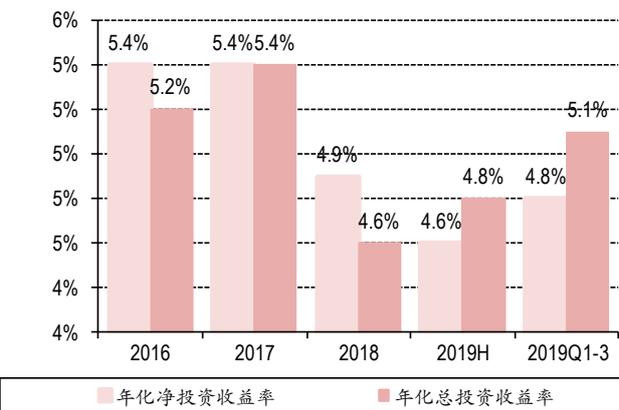
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 5. 2016-2019Q1-3 保险资金投资规模



资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 6. 2016-2019Q1-3 公司总/净投资收益率



资料来源: 公司公告, 中银国际证券



图表 9. 2019H 业绩摘要

单位: 亿元	2018Q1-3	2019Q1-3	同比 (%)
已赚保费	2,481.1	2,582.7	4.1
保费业务收入	2,663.1	2,868.2	7.7
其中: 分保费收入	14.8	7.1	( 52.1 )
减: 分出保费	138.1	168.7	22.1
提取未到期责任准备金	43.9	116.8	166.2
投资净收益	411.3	495.2	20.4
公允价值变动净收益	( 18.3 )	9.1	( 149.6 )
其他收益	0.5	0.8	68.0
其他业务收入	22.0	24.3	10.4
资产处置收益	0.1	0.1	85.7
营业支出	2,691.7	2,882.3	7.1
退保金	103.6	81.6	( 21.2 )
赔付支出	781.5	959.0	22.7
减: 摊回赔付支出	65.2	76.2	16.9
提取保险责任准备金	1,044.1	1,116.6	6.9
减: 摊回保险责任准备金	5.8	20.1	244.9
保户红利支出	85.2	83.8	( 1.7 )
税金及附加	6.5	6.6	1.9
手续费及佣金支出	452.6	372.7	( 17.6 )
管理费用	269.7	320.7	18.9
减: 摊回分保费用	40.3	49.9	23.9
其他业务成本	50.9	34.4	( 32.3 )
信用减值损失	-	-	-
营业利润	206.4	229.9	11.4
利润总额	206.4	229.5	11.2
净利润	130.1	233.9	79.7

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

## 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>一、营业收入</b>	<b>319,617</b>	<b>354,363</b>	385,683	427,536	465,241
已赚保费	263,554	299,724	349,669	354,266	363,418
保险业务收入	281,644	321,895	25,866	19,130	36,342
其中: 分保费收入	2,307	1,558	125	93	176
减: 分出保费	(15,784)	(17,563)	(20,490)	(21,256)	(21,805)
提取未到期责任准备	(2,306)	(4,608)	(5,376)	(7,085)	(7,268)
投资收益	51,946	53,477	30,831	67,469	98,618
其中: 对联营企业和合	74	335	36	37	37
公允价值变动(损失)/	1,443	(2,168)			
汇兑损失	(140)	53	165	166	26
其他业务收入	2,814	3,117	5,018	5,635	3,180
<b>二、营业支出</b>	<b>(298,786)</b>	<b>(326,108)</b>	(353,057)	(399,791)	(417,277)
退保金	(10,168)	(12,641)	(19,126)	(16,698)	(29,715)
赔付支出	(94,786)	(107,216)	(109,764)	(103,952)	(107,034)
减: 摊回赔付支出	7,723	9,434	10,434	10,039	11,141
提取保险责任准备金	(105,558)	(105,078)	(43,960)	(77,510)	(84,283)
减: 摊回保险责任准备	1,605	320			
提取保费准备金	(124)	(22)	(22)	(124)	(124)
保单红利支出	(8,946)	(11,263)		(11,263)	(11,263)
分保费用	(271)	(119)	(271)	(119)	(271)
营业税金及附加	(966)	(900)	(2,938)	(900)	(6,576)
手续费及佣金支出	(47,281)	(56,251)	(59,305)	(60,156)	(62,071)
业务及管理费	(36,293)	(39,943)	(41,097)	(39,943)	(39,943)
减: 摊回分保费用	5,770	5,437			
利息支出	(3,703)	(2,959)		(3,703)	(3,703)
其他业务成本	(5,075)	(3,805)	(87,006)	(94,359)	(82,333)
计提资产减值准备	(713)	(1,102)		(1,102)	(1,102)
<b>三、营业(亏损)/利润</b>	<b>20,831</b>	<b>28,255</b>	32,626	27,745	47,964
加: 营业外收入	186	103	0	0	0
减: 营业外支出	(107)	(350)	(350)	(350)	(350)
<b>四、(亏损)/利润总额</b>	<b>20,910</b>	<b>28,008</b>	32,276	27,395	47,614
减: 所得税	(6,111)	(9,574)	(3,727)	3,775	(9,016)
<b>五、净利润</b>	<b>14,799</b>	<b>18,434</b>	28,548	31,170	38,598
归属于母公司股东的	14,662	18,019	28,320	30,921	38,289
七、其他综合损益	(2,496)	1,282	1,745	4,913	4,264
八、综合收益/(损失)	12,303	19,716	30,293	36,083	42,861

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

## 资产负债表 (人民币 百万)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>资产</b>					
货币资金	11,660	15,323	17,675	22,807	26,761
交易性金融资产	16,187	11,835	13,651	17,616	20,670
衍生金融资产	0	0	0	0	0
保户质押贷款	38,643	0	0	0	0
定期存款	103,989	128,396	148,102	191,109	224,241
可供出售金融资产	368,868	415,868	479,696	618,993	726,304
持有至到期投资	287,497	284,744	328,447	423,823	497,299
归入贷款及应收款的投	216,748	0	0	0	0
长期股权投资	5,271	17,472	20,154	26,006	30,514
存出资本保证金	6,566	0	0	0	0
投资性房地产	8,727	8,542	9,853	12,714	14,918
固定资产	12,986	0	0	0	0
在建工程	4,176	0	0	0	0
无形资产	1,545	0	0	0	0
其他投资资产	62,335	351,042	1,948,852	2,514,775	2,950,746
投资资产	1,081,28	1,233,222	2,966,430	3,827,844	4,491,454
应收分保费用及准备金	33,731	27,993	29,927	30,550	29,490
其他非投资资产	89,942	102,737	-1,425,427	-1,839,353	-2,158,231
<b>资产总计</b>	<b>1,171,22</b>	<b>1,335,959</b>	<b>1,541,002</b>	<b>1,988,490</b>	<b>2,333,223</b>
<b>负债和股东权益</b>					
卖出回购金融资产款	66,243	75,075	85,776	111,588	130,766
应付保单红利	24,422	26,501	30,278	39,390	46,160
保户储金及投资款	56,343	62,325	71,209	92,637	108,558
保险合同准备金	802,239	562,930	643,168	836,712	980,514
其他负债	80,858	455,080	519,946	676,409	792,660
<b>负债合计</b>	<b>1,030,10</b>	<b>1,181,911</b>	<b>1,350,377</b>	<b>1,756,736</b>	<b>2,058,657</b>
股本	9,062	9,062	9,062	9,062	9,062
资本公积	66,613	66,635	66,635	66,635	66,635
其他综合受益	1,505	2,792	25,071	50,974	84,261
盈余公积	4,835	4,835	6,790	7,982	0
未分配利润	45,722	54,610	65,149	77,072	92,190
一般风险准备	9,761	11,642	13,444	15,552	17,936
归属于母公司股东权益	137,465	149,576	186,151	227,277	270,085
少数股东权益	3,621	4,472	4,474	4,477	4,481
<b>股东权益合计</b>	<b>141,119</b>	<b>154,048</b>	<b>190,625</b>	<b>231,754</b>	<b>274,566</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,171,22</b>	<b>1,335,959</b>	<b>1,541,002</b>	<b>1,988,490</b>	<b>2,333,223</b>

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371