

公司评级：推荐（维持）

报告日期：2019年11月01日

市场数据

| | |
|-----------|-------------|
| 目前股价 | 35.3 |
| 总市值（亿元） | 3,198.89 |
| 流通市值（亿元） | 2,219.21 |
| 总股本（万股） | 906,200 |
| 流通股本（万股） | 628,670 |
| 12个月最高/最低 | 40.40/26.34 |

分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

✉ liuwq@cgws.com

联系人（研究助理）：张永 S1070118090027

☎ 010-88366060-8865

✉ zhangyong@cgws.com

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<寿险新单增速边际改善，投资收益+降税政策增厚利润>> 2019-08-25

<<业绩稳定增长，寿险新单略显乏力>> 2019-04-28

<<寿险产险双双改善，期待战略转型 2.0 成效>> 2019-03-26

业绩符合预期，深入推进转型 2.0

——中国太保（601601）2019年三季度业绩点评

盈利预测

| | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------|------------|------------|------------|
| 营业收入 | 407,245.61 | 471,697.60 | 550,881.62 |
| (+/-%) | 14.92 | 15.83 | 16.79 |
| 净利润 | 31,696.22 | 37,789.11 | 44,970.80 |
| (+/-%) | 71.94 | 19.22 | 19.00 |
| 摊薄 EPS | 3.42 | 4.08 | 4.85 |
| PE | 10.32 | 8.66 | 7.27 |

资料来源：长城证券研究所

核心观点

■ 事件

- 10月30日，中国太保发布2019年度三季度业绩报告，集团实现营业收入3112.26亿元，同比增长7.4%；归母净利润229.14亿元，同比增长80.2%，扣非归母净利润180.78亿元，同比增长42.6%。加权ROE14.2%，同比上升5.2pct。年化净投资收益率4.8%，持平于去年同期，较二季度末增长0.2pct；年化总投资收益率5.1%，较去年同期增长4pct，较二季度末增长0.3pct。Q3营业收入908.40亿元，同比增长6.72%，环比增长4.13%；实现归母净利润67.31亿元，同比增长50.89%，环比下降37.12%；扣非归母净利润67.33亿元，同比增长50.96%，环比增长22.66%。公司业绩大幅增长主要系手续费税收政策变化以及投资收益增加等。

此外，公告显示，本次会计估计变更增加公司2019年9月30日考虑分出业务后的保险合同准备金等保单相关负债合计约人民币37.42亿元，减少公司截至2019年9月30日止9个月期间的利润总额合计约人民币37.42亿元。

■ 投资要点

■ 1.新单保费增速下降，队伍建设继续推进

前三季度，太保寿险实现保险业务收入1858.80亿元，同比增长5%，其中个险代理人渠道实现业务收入1708.34亿元，同比增长6.8%，个险新单保费347.33亿元，同比下降12.3%。Q3实现保险业务收入474.53亿元，同比增长3.18%，环比增长4.12%。Q1-Q3个险新单保费174.42亿元、88.63亿元、84.28亿元，同比增速分别为-13.1%、-3.4%、-18.5%。Q3个险新单环比增速-4.91%。个险新单中，前三季度实现期缴业务296亿元，同比下降18.6%，占个险新单业务比重为85%，其中Q3期缴业务68.35亿元，同比下降25.8%，环比下降6.07%。公司新单保费增速为负，但是下半年推出的主力核心产品，新业务价值率相对来说较高，一定程度上弥补了新业务价值增长的缺口。按险种分解来看，缺口可能主要来自于8月产品的

高基数。太保寿险公司每年 8 月和 12 月推出冲量的战略型产品的打法，今年战略性产品“鑫享福”额度为 19 亿元，较去年同期相比缺口就接近 10 亿元。结合到 7 月推出的“金福”Margin 显著高于去年的“金诺”，预计 Q1-Q3 太保的 NBV 降幅收窄。

公司自年初以来，坚持量稳质优的发展策略，严把队伍入口，加强科技赋能。短期增员压力拖累新单保费，随着代理人质量提升，新单保费规模、质量将逐步改善。公司表示做大核心人力，提升核心人力规模和占比。核心人力脸谱：寻求职业发展的专职代理人，具有一定的管理或销售能力，认同行业，能长期稳定留存，收入稳定且持续地增长。未来发展目标，三年后达到 40%（目前为 25%）。

未来三年做强顶尖绩优，实现示范引领。顶尖绩优脸谱：主要面向高净值客户群体，具备针对高净值客户需求定制保险综合解决方案的专业能力，具有个人服务品牌 and 良好社会影响，具有行业公认的专业资格认证。未来发展目标，三年后全球顶尖绩优队伍人数达到 2000+（目前为 600 人）。

同时，也需要做好培育新生代队伍，形成面向未来的竞争力。培训体系再造，打造 O2O 培训模式。

■ 2.产险保费增速平稳，结构保持优化

2019 前三季度太保产险保险业务收入 1004.56 亿元，同比增长 12.9%。其中 Q3 产险保费收入 318.58 亿元，同比增长 12.60%，环比下降 4.76%。公司前三季度车险业务收入 461.33 亿元，同比增长 5.19%，优于行业增速，其中，Q3 车险业务实现保费 213 亿元，同比增长 5.59%。前三季度车险业务占比为 67.14%，同比下降 4.83pct，结构保持优化。预计在新车及存量车的系列政策催化下，Q 车险增速有望持续好转。

■ 3.投资收益预期改善，增厚业绩

公司年化净投资收益率 4.8%，持平于去年同期，较二季度末增长 0.2pct；年化总投资收益率 5.1%，较去年同期增长 4pct，较二季度末增长 0.3pct。集团投资资产 13707.19 亿元，较上年末增长 11.1%。公司调整资产组合，截至三季度末，固定收益类资产占比 82.2%，较上年末下降 0.9PCT，较二季度末下降 0.4pct。权益投资类资产占比 14.5%，较上年末上升 2.0 个百分点，较二季度末提升 0.8pct，其中股票和权益型基金合计占比 7.8%，较上年末上升 2.2 个百分点，较二季度末上升 0.4pct。

■ 4.转型 2.0，加强科技赋能

公司转型 2.0 战略实施以来，以队伍升级、服务增值和科技赋能为动能，打造太保服务品牌。从核保、队伍建设、理赔等一系列流程均实现了科技赋能。在服务平台上，打造智慧服务。比如核动力的智能核保服务秒级响应，全天候 7×20 小时的秒级响应，与专家的一致率达 95%。转型 2.0 之后，公司正在形成自己的 AI 和数据方面的能力，形成太保大产品线和产品应用。

■ 估值与投资建议

公司整体业绩增长稳定,税费转结政策增厚公司利润,个险新单增速改善,为全年 NBV 增速奠定基础,随着禁止汽车限购的政策落实,车险业务有望进一步迎来发展机遇。

新一届董事会提出的战略转型 2.0 的目标和愿景,已在逐步推进。集团将继续凸显“太保服务”品牌,以建设“太保家园”为载体,深耕健康养老领域,为客户提供覆盖全生命周期的“保险+健康”、“保险+养老”综合服务,协同保险主业,探索新增长点。面向未来,打造“一体化、平台化、智慧化”的新商业模式。太保寿险将着力打造客户一体化、组织平台化、运营模式智慧化的新商业模式,构建面向未来的核心竞争力。

我们看好公司的发展前景,预计 2019-2021 年摊薄 EPS 为 3.42/4.08/4.85 元,对应 P/EV 分别为 0.95/0.81/0.71 倍,维持“推荐”评级。

- **风险提示: 中美贸易摩擦加剧风险; 市场大幅下跌; 业绩不及预期风险; 利率波动风险; 宏观经济下行风险**

附：图表

表 1: 中国太保 2019 年前三季度寿险保费数据情况

| 项目 | 2019 | 占比 | 2018 | 占比 | 同比 |
|----------|---------|------|---------|------|--------|
| 个人客户业务 | 178,494 | 96% | 170,762 | 96% | 4.5% |
| 代理人渠道 | 170,834 | 92% | 159,912 | 90% | 6.8% |
| 新保业务 | 34,733 | 19% | 39,591 | 22% | -12.3% |
| 其中：期缴 | 29,635 | 16% | 36,404 | 21% | -18.6% |
| 续期业务 | 136,101 | 73% | 120,321 | 68% | 13.1% |
| 其他渠道 | 7,660 | 4% | 10,850 | 6% | -29.4% |
| 团体客户业务 | 7,386 | 4% | 6,234 | 4% | 18.5% |
| 保险业务收入合计 | 185,880 | 100% | 176,996 | 100% | 5.0% |

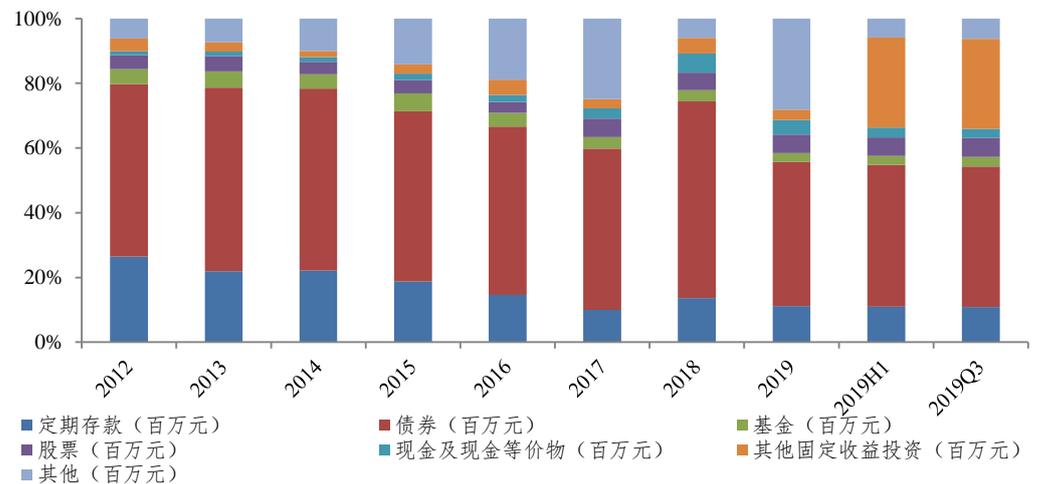
资料来源：公司季报，长城证券研究所

表 2: 中国太保 2019 年上半年产险保费数据情况

| 项目 | 2019 年 | 占比 | 2018 年 | 占比 | 同比 |
|--------|---------|------|--------|------|-------|
| 保险业务收入 | 100,456 | 100% | 88,983 | 100% | 12.9% |
| 机动车辆险 | 67,447 | 67% | 64,041 | 72% | 5.3% |
| 非机动车辆险 | 33,009 | 33% | 24,942 | 28% | 32.3% |

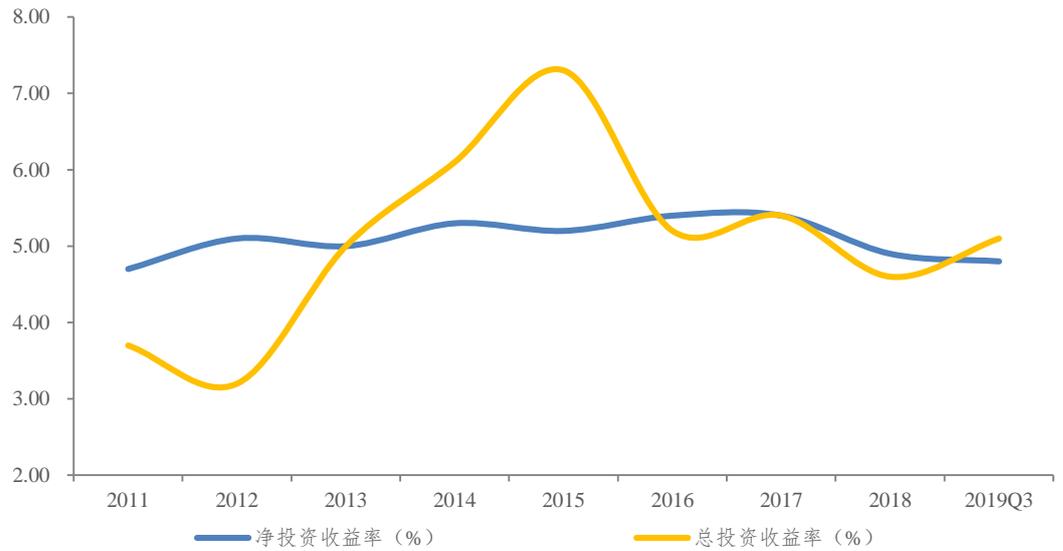
资料来源：公司季报，长城证券研究所

图 1: 中国太保投资资产配置



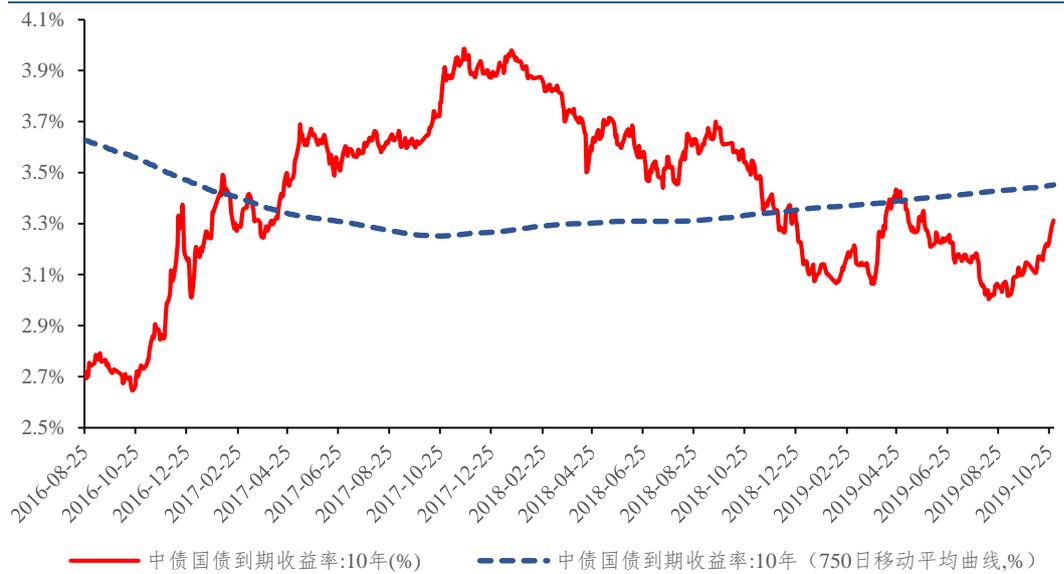
资料来源：wind，长城证券研究所，截至 2019 年 9 月 30 日

图 2: 中国太保总投资收益率及净投资收益率 单位: %



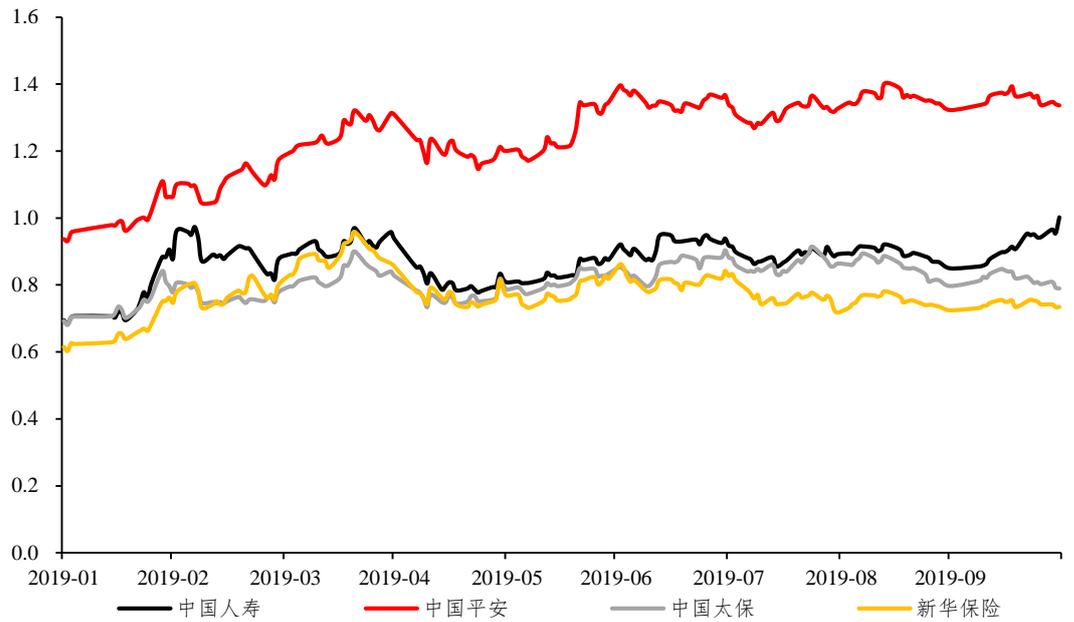
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 3: 中债国债到期收益率 750 日移动平均线: 10 年 单位: %



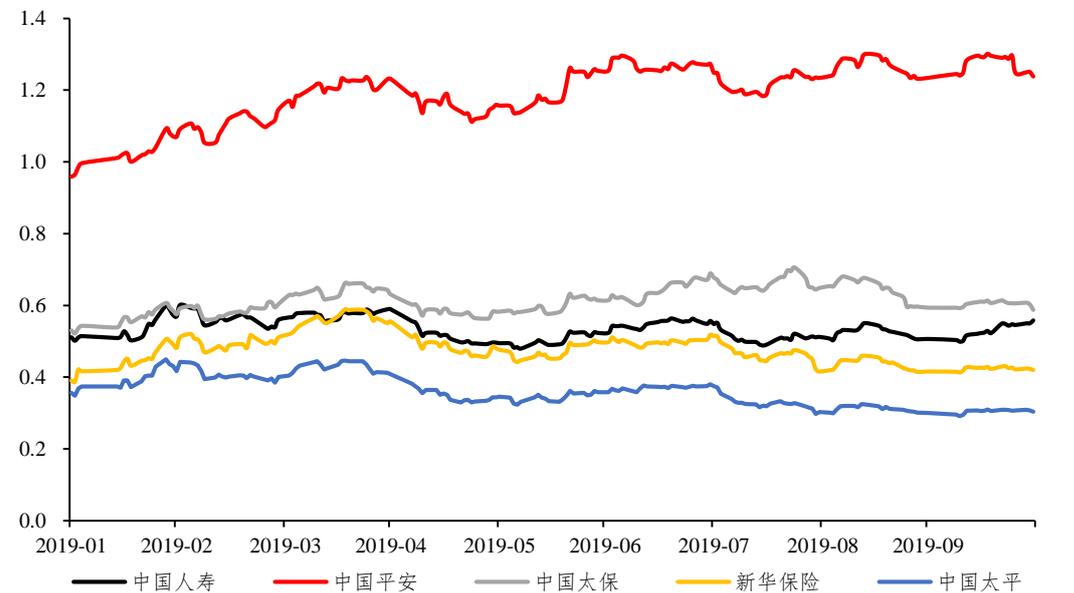
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 4: 中国太保等 A 股估值图



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 5: 中国太保等 H 股估值图



资料来源: wind, 长城证券研究所

附：盈利预测表

| 利润表 (百万) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 主要财务指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入合计 | 354,363.00 | 407,245.61 | 471,697.60 | 550,881.62 | 净利润构成 | | | | |
| 营业支出合计 | -326,108.00 | -370,969.69 | -423,638.22 | -495,152.34 | 保险业务 | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| 营业利润 | 28,255.00 | 36,275.92 | 48,059.39 | 55,729.28 | 银行业务 | - | - | - | - |
| 加：营业外收入 | 103.00 | 152.00 | 147.00 | 134.00 | 投资业务 (信托、证券) | - | - | - | - |
| 减：营业外支出 | -350.00 | -203.67 | -220.22 | -257.96 | 成长性 | | | | |
| 利润/(亏损)总额 | 28,008.00 | 36,224.26 | 47,986.17 | 55,605.32 | 营业收入增长 | 10.80% | 14.92% | 15.83% | 16.79% |
| 减：所得税费用 | -9,574.00 | -4,528.03 | -10,197.06 | -10,634.52 | 营业成本增长 | 9.14% | 13.76% | 14.20% | 16.88% |
| 净利润 | 18,434.00 | 31,696.22 | 37,789.11 | 44,970.80 | 净利润增长 | 22.97% | 71.94% | 19.22% | 19.00% |
| 归属于母公司股东的净利润 | 18,019.00 | 31,000.60 | 36,959.77 | 43,983.85 | 综合收益总额增长 | 57.79% | 79.04% | 18.82% | 18.77% |
| 少数股东损益 | 415.00 | 695.62 | 829.34 | 986.95 | 投资资产增长率 | 12.99% | 13.77% | 15.72% | 16.45% |
| 其它综合收益 | 1,282.00 | 3,603.60 | 4,155.64 | 4,848.83 | 净资产增长率 | 9.16% | 17.88% | 18.01% | 18.12% |
| 综合收益总额 | 19,716.00 | 35,299.83 | 41,944.75 | 49,819.63 | 总资产增长率 | 14.07% | 13.77% | 15.72% | 16.45% |
| 归属母公司股东的综合收益总额 | 19,306.00 | 34,565.76 | 41,072.49 | 48,783.62 | 盈利能力 | | | | |
| 归属少数股东的综合收益总额 | 410.00 | 734.07 | 872.25 | 1,036.01 | ROE | 12.05% | 17.58% | 17.76% | 17.89% |
| | | | | | ROA | 1.47% | 2.22% | 2.31% | 2.36% |
| 资产负债表 | | | | (百万) | 营运效率 | | | | |
| 投资资产 | 1,215,750 | 1,383,103 | 1,600,460 | 1,863,665 | 综合成本率 | 98.40% | 98.60% | 98.60% | 98.60% |
| 非投资资产 | 120,209 | 136,756 | 158,248 | 184,272 | 净投资收益率 | 4.90% | 4.71% | 4.67% | 4.70% |
| 资产合计 | 1,335,959 | 1,519,859 | 1,758,708 | 2,047,937 | 总投资收益率 | 4.60% | 4.58% | 4.56% | 4.56% |
| 保险合同准备金 | 918,062 | 1,057,542 | 1,220,950 | 1,419,613 | 保单继续率 (13 个月) | 92.90% | 91.97% | 91.97% | 91.97% |
| 保户储金及投资款 | 62,325 | 71,627 | 82,935 | 96,762 | 偿付能力 | | | | |
| 应付保单红利 | 26,501 | 30,456 | 35,265 | 41,144 | 寿险偿付能力充足率 | 261.00% | 259.43% | 259.43% | 259.43% |
| 其他负债 | 175,023 | 178,636 | 205,256 | 237,291 | 产险偿付能力充足率 | 306.00% | 291.01% | 291.01% | 291.01% |
| 负债合计 | 1,181,911 | 1,338,261 | 1,544,406 | 1,794,811 | 银行资本充足率 | - | - | - | - |
| 股本 | 9,062 | 9,062 | 9,062 | 9,062 | 集团偿付能力 | 294.00% | 292.53% | 292.53% | 292.53% |
| 资本公积 | 66,635 | 66,635 | 66,635 | 66,635 | 每股指标 (元) | | | | |
| 盈余公积 | 4,835 | 6,385 | 8,233 | 10,432 | 摊薄 EPS | 1.99 | 3.42 | 4.08 | 4.85 |
| 一般风险准备 | 11,642 | 14,742 | 18,438 | 22,836 | 每股净资产 | 16.51 | 19.46 | 22.97 | 27.13 |
| 未分配利润 | 54,610 | 73,210 | 95,386 | 121,777 | 每股经营现金流 | - | - | - | - |
| 外币报表折算差额 | - | - | - | - | 每股经营现金/EPS | - | - | - | - |
| 归属于母公司股东权益合计 | 149,576 | 176,351 | 208,135 | 245,866 | 每股内含价值 | 37.09 | 43.82 | 49.86 | 55.69 |
| 少数股东权益 | 4,472 | 5,247 | 6,167 | 7,261 | 每股一年新业务价值 | 2.99 | 3.04 | 3.26 | 3.69 |
| 负债及股东权益 | 1,335,959 | 1,519,859 | 1,758,708 | 2,047,937 | 估值 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 现金流量表 | | | | (百万) | P/EV | 1.12 | 0.95 | 0.81 | 0.71 |
| 经营活动现金流 | - | - | - | - | VNBX | 1.24 | -0.59 | -2.61 | -3.95 |
| 投资活动现金流 | - | - | - | - | PE | 17.75 | 10.32 | 8.66 | 7.27 |
| 融资活动现金流 | - | - | - | - | PB | 2.14 | 1.81 | 1.54 | 1.30 |
| 净现金总变化 | - | - | - | - | | | | | |

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>