

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020年04月16日

市场数据

目前股价	27.87
总市值（亿元）	2,350.88
流通市值（亿元）	1752.00
总股本（万股）	906,200
流通股本（万股）	628,670
12个月最高/最低	40.40/26.0

分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

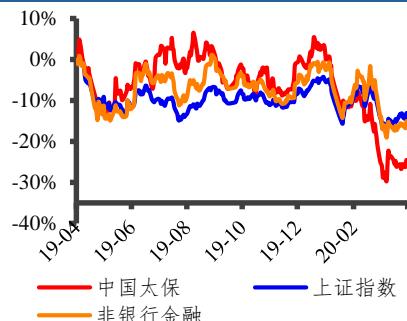
☎ 021-31829700

✉ 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

<<转型2.0提质增效，2020年再出发——中国太保（601601）2019年业绩快报点评>>2020-02-05

<<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>>2019-11-01

<<寿险新单增速边际改善，投资收益+降税政策增厚利润——中国太保（601601）2019年中报点评>>2019-08-25

转型2.0提质增效，高分红具备重新定价空间

——中国太保（601601）公司深度报告

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	354,363.00	385,489.00	403,266.21	444,894.15	492,084.11
(+/-%)	10.80	8.78	4.61	10.32	10.61
净利润	18,019.00	27,741.00	28,906.22	32,180.53	36,522.46
(+/-%)	22.90	53.95	4.20	11.33	13.49
摊薄EPS	1.99	3.06	3.19	3.55	4.03
PE	14.02	9.10	8.74	7.85	6.92

资料来源：长城证券研究所

核心观点

■ 要点1：转型2.0再出发：聚焦队伍、聚焦价值及聚焦赋能

中国太保转型2.0再出发：一是聚焦队伍。逐步摒弃“人海战术”，开始关注队伍质态，代理人数量出现小幅下降。代理人均产能自2012年以来一直保持10%以上增长速度，但整体与中国平安、中国人保和中国人寿相比，产能水平还有待进一步提升。个险坚持“量稳质优”发展策略，明确未来三年打造“三支关键队伍”发展目标。**二是聚集价值。**通过“聚焦期缴业务”策略，寿险个险首年期缴收入和续期业务收入实现高速增长。长期保障型业务增速领先，产品结构持续优化。保单继续率、退保率保持优良水平，存量保单保持充足。**三是聚焦赋能。**公司升级核保、理赔、客服等运营服务全流程，加强资源协同构建“保险+科技+健康+养老”的生态闭环，全面提升运营效能、持续提升服务价值。

■ 要点2：疫情短期影响Q1业绩，拐点可能在下半年出现

当前，新冠疫情的复杂性和严峻性将打破2019年底经济弱企稳态势，由复工延迟、限制人员聚集、流动等防疫措施造成的短期经济活动负面影响显现。寿险代理人展业和增员受阻，预计对中国太保Q1保费及NBV达成将造成压力。借助于保险+科技应用，太保通过科技赋能减缓疫情的负面影响。疫情期间，相关政策鼓励健康险和责任险发展，2019年太保长期健康险占寿险比重为20.7%，且增长迅速，预计在疫情缓和期后会呈现出快速增长。

■ 要点3：寿险估值角度——EV增长稳健，ROEV有望保持高位

太保寿险EV增长稳健，ROEV有望保持高位。剩余边际释放是寿险利润实现中最稳定的部分，太保剩余边际释放保持较高增长，主要得益于新保保费的增长以及长期保障型业务占比的提升。作为会计准备金的一部分，将为太保寿险业绩提供较强安全边际。通过拆解EV，发现EV增量贡献主要来源于内含价值预期回报贡献和新业务价值贡献。中国太保内含价值

预期回报贡献率行业领先，达 9.3%；新业务价值增速及新业务价值率短期下滑，还有提升空间；运营及相关假设偏差率较小（年均运营偏差率 0.33%），审慎合理的假设带将有助于 EV 实现。中国太保 ROEV 在 17%~25% 之间上下浮动，在行业中处于较高位置（均值 19.86%），仅次于中国平安（均值 24.7%）和中国太平（均值 22.02%）。变化稳定性方面显著优于同业，预计未来有望保持高位。

■ 要点 4：车险强化战略协同，非车加快新型业务布局

中国太保积极应对商车费改深化，坚持品质管控，强化费用管理。同时持续挤压赔付水分，使车险综合成本率维持在 97.9%，同比下降 0.4pct，为车险业务承保赢得利润空间。产险加快增长动能转换，非车自 2017 年来实现两位数增长，积极布局农险、责任险和保证保险三大新领域。但受“利奇马”台风、非洲猪瘟疫情等因素影响，非车综合成本率 99.9%，较同期上升 0.7 个百分点。农险加快与安信农险的全面融合，打造农险创新品牌，推进农险高质量发展。目前，已经成为第二家获得全国所有区域农险经营权的保险公司。2019 年实现农险保费收入 59.75 亿元，同比增长 40.8%，市场份额持续提升，未来发展可期。

■ 要点 5：升级资产管理模式，提升风险管理能力

中国太保致力于资产管理模式升级，建立资产管理中心，完善大资管布局，已形成太保资产管理公司、长江养老、国联安在内的整体投资品牌。资产配置结构合理，固定收益类投资占比具有绝对优势。从投资收益率来看，中国太保净投资收益率围绕 5% 上下浮动，即使在 2017 年上半年权益市场震动情况下，中国太保仍能保持较小波动幅度，投资稳定性显著优于同业。太保寿险 NBV 及有效业务价值对利率敏感程度逐年收敛，负债端对投资端依赖性影响不大。中国太保风险管理能力突出，2019 年集团、寿险和产险的综合偿付能力充足率分别达到 295%、257% 和 293%，始终保持在优异水平，集团各保险子公司的风险综合评级结果均为良好。

■ 要点 6：上市首次架构调整，拟发 GDR 优化股权结构

2019 年初，中国太保上市 11 年来对集团总部首次进行组织架构改革，旨在打造“协同价值型总部”目标。改变之前的一二级部建制，整体组织架构更加扁平，在总部层面成立了九大中心。围绕架构调整对配套机制和流程进行优化，通过领导人员调整基本形成新的高管体系。此外，中国太保拟发行 GDR，并申请在伦敦证券交易挂牌，有利于提升公司治理能力和推动国际化战略。目前公司 GDR 发行的各项工作正有序进行，与监管层保持密切沟通，包括中国的各方监管机构及英国的金融监管局。当前市场因素和疫情会对发行窗口有所影响，预计随着疫情趋于平稳、市场信心逐步修复，公司会择机完成 GDR 发行。

■ 要点 7：稳定的高分红率标的，存在重新定价空间

随着保险行业进入中低速增长周期，在未来 NBV 规模扩张空间有限的前提下，以 EV 为估值基础存在一定局限性。现阶段保险公司无须预留较多资本支持业务扩张，可以将更多资本用于分红。保险公司的估值体系也由价值传导至利润，再传导至可分配现金流，从而形成完整估值链条，分红

在其中的重要性逐步显现。中国太保集团在分红政策上关注稳定性和可持续性，上市以来分红率持续稳定增加，2017~2019年每股分红分别为0.8元、1元、1.2元，充分体现了公司对股东回报的重视。未来在考虑分红政策时，营运利润所占的比重会持续增强，同时结合净利润、偿付能力和业务发展来决定公司分红。持续稳定高位的分红水平有望使太保具备估值溢价的空间。

■ **估值与投资建议：**

公司整体业绩增长稳定，寿险剩余边际余额持续增厚，产险承保盈利水平高，投资端表现+税费转结政策增厚公司利润。公司全面深入推进战略转型2.0，集团客户数达到13,856万人。“产品+服务”新发展模式迈出关键步伐，“太保家园”高端养老社区加快布局，“太保蓝本”全国亿元服务网络超过2,800家，覆盖人数超过750万。公司着眼于长远战略规划，不断优化公司治理结构，GDR布局有序推进。科技赋能提升响应能力，有效缓解疫情的短期冲击。

我们看好公司的发展前景，且我们认为在行业增速放缓的时代背景下，现金分红在险企PEV估值体系中的重要性提升，太保在上市险企中的分红率居首，可能面临重新定价的，需要引起重视。我们预计2020-2022年摊薄EPS为3.19/3.55/4.03元，对应P/EV分别为0.58/0.51/0.45倍，维持“推荐”评级。

■ **风险提示：**中美贸易摩擦波动风险；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；新型冠状病毒疫情持续蔓延风险。

目录

1. 转型 2.0 再出发：聚焦队伍、聚焦价值及聚焦赋能	7
1.1 人力与产能双驱动，个险渠道业务领先	7
1.1.1 代理人队伍由“量”向“质”转型	7
1.1.2 寿险代理人产能有待提高	8
1.1.3 个险渠道保费占比高达九成	10
1.2 长期保障型业务稳步提升，业务品质优良	11
1.2.1 期缴业务增长迅速，缴费期限稳步延长	11
1.2.2 保障型业务增速领先，产品结构持续优化	12
1.2.3 业务品质保持优良，存量保单保持充足	14
1.3 科技赋予发展新动能，协同构建新领域生态圈	15
1.4 疫情短期影响 Q1 业绩，拐点可能在下半年出现	17
2. 寿险估值角度：EV 增长稳健，ROEV 有望保持高位	19
2.1 寿险公司的估值逻辑	19
2.2 剩余边际释放奠定利润安全边际	20
2.3 内含价值增速保持稳健	22
2.3.1 内含价值预计回报行业领先	22
2.3.2 新业务价值短期承压，有望迎来逐步改善	24
2.3.3 合理假设有利于 EV 实现	26
2.4 ROEV 有望保持高位	27
3. 产险：车险强化战略协同，非车加快新型业务布局	29
3.1 车险强化战略协同，持续稳健增长	29
3.1.1 商车费改有利于龙头险企	29
3.1.2 太保车险实现承保盈利	29
3.2 非车加快新型业务布局，农险发展迅速	30
3.2.1 太保非车个险发展迅速	30
3.2.2 太保农险市场份额持续提升	31
4. 升级资产管理模式，提升风险管理能力	31
4.1 资产配置结构合理	31
4.2 投资稳健性优于同业	33
4.3 太保对利率敏感性逐步收敛	34
4.4 风险管控能力表现突出	36
5. 上市首次架构调整，拟发 GDR 优化股权结构	37
5.1 太保集团上市以来首次调整组织架构	37
5.2 拟发行 GDR 优化公司治理结构	38
6. 稳定的高分红率标的，存在重新定价空间	39
6.1 中低速增速阶段下分红在估值体系中重要性凸显	39
6.2 高位稳定分红率有望驱动估值重新定价	39
7. 盈利预测及投资建议	40
8. 风险提示	41
附：盈利预测表	42

图表目录

图 1: 上市险企代理人数量及增速 单位: 万人/%	7
图 2: 太保月均健康人力和绩优人力占比 单位: %	7
图 3: 上市险企寿险个险渠道代理人月均产能情况 单位: 元	9
图 4: 中国太保寿险代理人月均产能增速 单位: %	9
图 5: 中国太保寿险代理人件均新保单 单位: 件/人月	9
图 6: 中国太保寿险打造三支关键队伍	9
图 7: 上市险企 MDRT 人数变化 单位: 人	9
图 8: 中国太保寿险业务渠道结构 单位: %	10
图 9: 中国太保寿险业务分渠道增长率 单位: %	10
图 10: 上市险企个险渠道收入及增速 单位: 亿元/%	10
图 11: 中国太保寿险代理人新保首年期缴和续期业务收入及增速 单位: 百万元/%	11
图 12: 中国太保寿险不同交费期限新保保费占比	11
图 13: 中国太保寿险平均交费期限 单位: 年	11
图 14: 上市险企长期保障型产品占总保险业务比重 单位: %	12
图 15: 上市险企个人寿险客户 13 个月保单继续率	14
图 16: 上市险企个人寿险客户 25 个月保单继续率	14
图 17: 上市险企退保率变化情况 单位: %	14
图 18: 2019 上市险企存量保单充足度 单位: %	15
图 19: 上市险企存量保单充足度变化情况 单位: %	15
图 20: 中国太保转型 2.0 运营服务全流程图	16
图 21: 中国太保打造“保险+健康+养老”生态圈	16
图 22: 中国太保科技赋能实施项目	17
图 23: 中国太保寿险月度保费收入及同比增速 单位: 亿元/%	18
图 24: 2019 年中国太保寿险按险种保费收入 单位: %	19
图 25: 寿险公司评价估值的逻辑图解	20
图 26: 寿险公司剩余边际与有效业务价值的差异	20
图 27: 中国太保剩余边际余额及增长率 单位: 亿元/%	21
图 28: 上市险企剩余边际余额 单位: 亿元	21
图 29: 中国太保寿险主要险种结构 单位: %	21
图 30: 中国太保寿险长期险新保剩余边际 单位: %	21
图 31: 中国平安寿险主要险种结构 单位: %	22
图 32: 中国人寿主要险种结构 单位: %	22
图 33: 新华保险寿险主要险种结构 单位: %	22
图 34: 中国太平寿险主要险种结构 单位: %	22
图 35: 中国太保寿险 EV 及增长率 单位: 亿元/%	23
图 36: 2019 年上市险企寿险内含价值贡献分解 单位: %	24
图 37: 太保寿险 NBV 及 NBV margin 单位: 百万元/%	24
图 38: 上市险企新业务价值情况 单位: 百万元	24
图 39: 新业务价值影响因素分解	25
图 40: 中国太保不同险种新业务价值占比 单位: %	26
图 41: 中国太保个险代理人新保业务收入及增速	26
图 42: 中国太保寿险 EV 与相关假设偏差率	27

图 43:	上市险企假设和模型偏差率	单位: %	27
图 44:	上市险企运营经验偏差率	单位: %	27
图 45:	上市险企市场价值偏差率	单位: %	27
图 46:	上市险企内含价值营运利润	单位: 百万元/百万港币	28
图 47:	上市险企 ROEV 的变化情况	单位: %	28
图 48:	中国太保寿险和产险净利润贡献率	单位: %	29
图 49:	“老三家”车险业务市场占有率	单位: %	29
图 50:	中国太保产险保费结构及 COR	单位: %	30
图 51:	中国太保产险分险种保费增速	单位: %	30
图 52:	中国太保车险综合赔付率和综合费用率		30
图 53:	中国太保车险手续费及佣金支出及增长率		30
图 54:	中国太保非车险主要险种保费收入及增速		31
图 55:	中国太保非车险主要险种承保利润		31
图 56:	中国太保资产配置结构	单位: %	32
图 57:	中国太保资产负债期限结构	单位: %	32
图 58:	上市险企固定收益类投资占比	单位: %	33
图 59:	上市险企股票基金投资占比	单位: %	33
图 60:	上市险企净投资收益率情况	单位: %	33
图 61:	上市险企总投资收益率情况	单位: %	33
图 62:	中国太保固定收益类及总投资收益率		34
图 63:	中国太保权益类及沪深 300 指数投资收益率		34
图 64:	中国太保寿险前五大产品按险种分类保费收入占比	单位: %	36
图 65:	太保集团、太保寿险和太保产险综合偿付能力充足率	单位: %	37
图 66:	上市险企核心偿付能力充足率	单位: %	37
图 67:	上市险企综合偿付能力充足率	单位: %	37
图 68:	太保集团组织架构图		38
图 69:	上市以来险企年度股息率	单位: %	40
图 70:	上市险企股利支付率	单位: %	40
图 71:	中国太保派息日分红率	单位: %	40
图 72:	中国太保现金分红总额和股利支付率		40
图 73:	中国太保等 A 股估值图		41
图 74:	中国太保等 H 股估值图		41

表 1:	中国太保寿险长期保障型产品一览		13
表 2:	2019 年上市险企寿险内含价值贡献分解	单位: 亿元/%	23
表 3:	上市险企新业务价值中死差益占比	单位: %	26
表 4:	2019 年中国太保非公开市场融资工具结构及收益率	单位: %/年	34
表 5:	上市险企 NBV 及有效业务价值对投资收益率变化敏感度	单位: %	35
表 6:	2016-2019 年中国太保寿险前五大产品信息汇总	单位: 百万元	36

1. 转型 2.0 再出发：聚焦队伍、聚焦价值及聚焦赋能

1.1 人力与产能双驱动，个险渠道业务领先

1.1.1 代理人队伍由“量”向“质”转型

中国太保于 2015 年下半年开启大规模增员，充分利用监管放开代理人资格考试的契机做大整体队伍规模。2014 年至 2017 年，中国太保处于“转型 1.0”阶段，在“聚焦营销”的策略指导下，代理人数量保持两位数增长，通过“量”的提升推动新单保费和 NBV 增长。2018 年以后，中国太保“转型 2.0”开启，在“客户体验最佳，业务质量最优”的策略指导下，逐步摒弃“人海战术”，开始聚焦队伍质态，代理人数量出现小幅下降。

上市险企中，寿险代理人发展模式和策略出现分化。国寿和新华采取了较为激进的人力扩张策略，成为驱动新单保费增长的主要因素；平安和太保人力则呈现不同程度收缩。中国太保增员速度一直处于行业较高水平。2018 年上半年，代理人月均人力达到峰值 89.4 万人，行业内仅次于国寿和平安。在转型 2.0 发展策略下，公司坚持优化人才增募、加强技能训练、强化新技术应用等多项举措推动营销员队伍。代理人队伍数量显著压缩，并向优化团队结构、提升人员素质方向转变。2019 年末，公司代理人队伍月均人力 79.0 万人，同比下降 6.7%；月均健康人力和月均绩优人力分别达 25.7 和 13.0 万人，分别占比 32.5%、16.5%。

图 1：上市险企代理人数量及增速 单位：万人/%

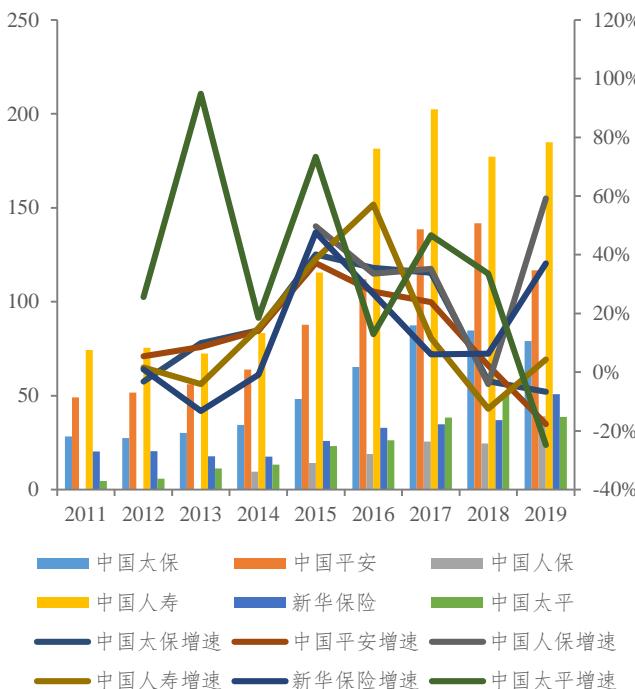
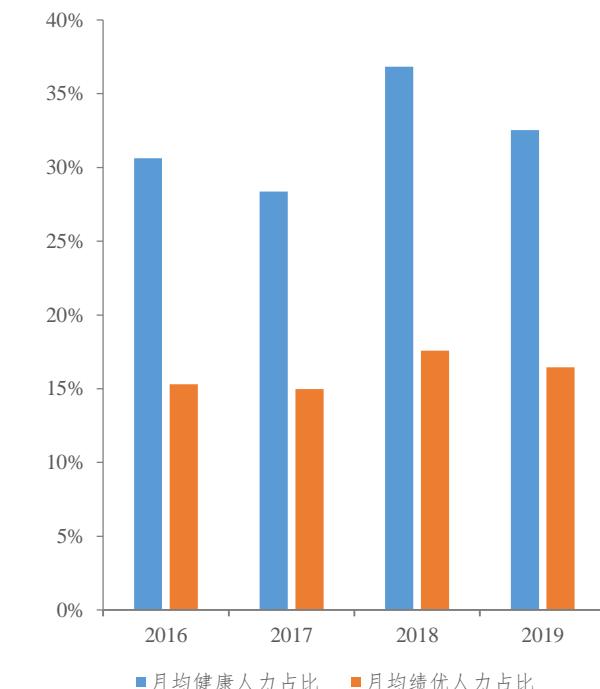


图 2：太保月均健康人力和绩优人力占比 单位：%



资料来源：公司财报，长城证券研究所

资料来源：公司财报，长城证券研究所

1.1.2 寿险代理人产能有待提高

在监管趋严、人口红利放缓的背景下，通过扩大代理人规模的业务驱动模式已经发生变革。对寿险公司而言，个险渠道代理人产能提升成为上市险企保费收入提速、新业务价值增长的核心动力之一。

■ 上市险企代理人产能出现分化

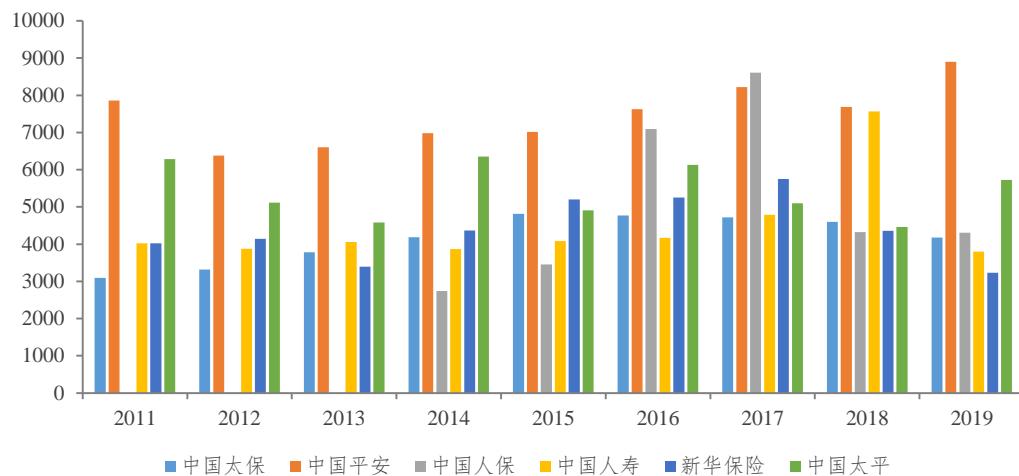
根据测算出的上市险企代理人月均产能数据，可以看出中国平安一直处于行业领先地位，其他上市险企（除中国太平）出现不同程度负增长。中国平安通过科技赋能持续推动代理人渠道转型升级。2019年代理人均产能同比增长15.8%，人均个险新保单件数达1.38件/月，同比增长13.1%，继续保持高增长势头；其他上市险企（除中国太平）倾向扩量提质，中国人寿得益于2018年初较同业更早施行的清虚举措，人均产能下降（主要系代理人规模大幅扩张影响）但核心队伍质态得到改善，个险渠道月均有效销售人力同比增长34.9%；新华保险月均合格率33.1%，同比下降5.7pct，月均人均综合产能同比下降22.5%，原因在于2019年人力增长集中在三四季度，形成产能尚待时间；中国人保代理人产能情况与去年基本持平；中国太平代理人均产能较快增长或归因于代理人队伍的脱落。

■ 太保寿险代理人产能有待提高

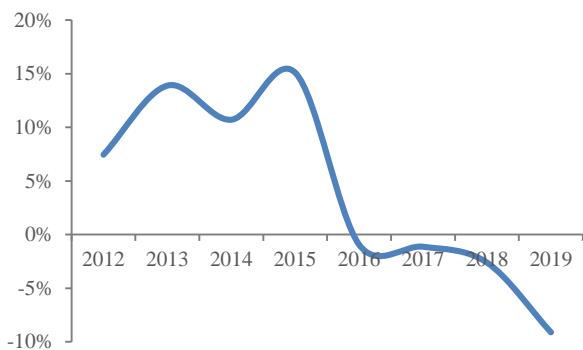
太保寿险代理人产能自2012年以来一直保持较高增速，增速达10%以上，代理人每月件均新保单数量也由2011年的1.1件提升至2016年的1.74件。之后人均产能增速和新保单数呈现不同程度下滑，截至2019年，中国太保代理人月均产能同比下降9.1pct，人均保单1.51件，同比下降7.9pct。月均FYC下降11.1%，月均健康人力和月均绩优人力占比分别较同期下降4.3pct和4.6pct，增速分别下降17.6%和12.8%，脱落情况较整体恶化，产能水平还有待进一步提高。

■ 太保寿险个险坚持“量稳质优”发展策略

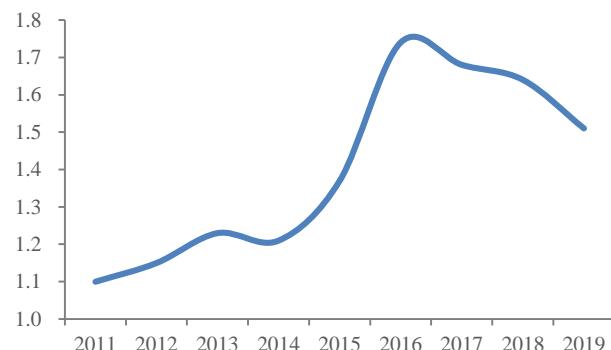
公司明确未来三年要实施队伍分层分类画像与精细管理。一是做大核心人力，建设一支具备专业能力、收入稳定、能长期留存的核心队伍，核心人力占比由当前的25%提升至40%；二是做强顶尖绩优，针对高净值客户具备定制保险综合解决方案的专业能力。MDRT由当前的600人增至2000人以上；三是培育新生代队伍，占比由15%提升至30%。这“三支关键队伍”的建设将有力推动中国太保个险队伍结构优化，提升产能水平。

图 3: 上市险企寿险个险渠道代理人月均产能情况 单位: 元


资料来源: 公司财报, 长城证券研究所。计算公式: 代理人月均产能(元) = 个险代理人新保业务收入(元) / 个险代理人数量(月/人)。中国太平代理人月均产能单位由港币通过当年期末即时汇率换算成人民币

图 4: 中国太保寿险代理人月均产能增速 单位: %


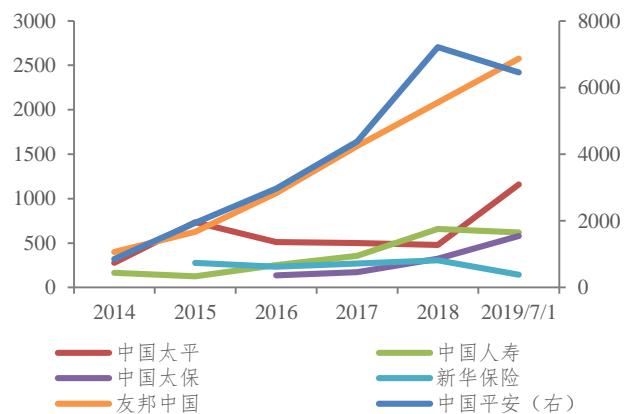
资料来源: 通过计算得出, 长城证券研究所

图 5: 中国太保寿险代理人件均新保单 单位: 件/人月


资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 6: 中国太保寿险打造三支关键队伍


资料来源: 公开资料整理, 长城证券研究所

图 7: 上市险企 MDRT 人数变化 单位: 人


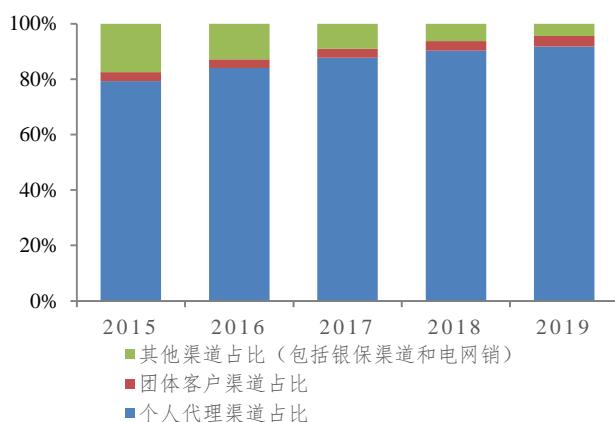
资料来源: 公开资料整理, 长城证券研究所。时间为MDRT公布年份。

1.1.3 个险渠道保费占比高达九成

中国太保自转型 1.0 起，致力于大力发展战略价值的个险业务，2014 年大幅压缩银保业务，并将其与团险渠道合并为法人渠道。近年来寿险个人业务一直是公司价值贡献的主要来源，被定位为“价值中心”，以“大个险”为核心的发展格局已经形成，2015 年起实现快速增长并占据绝对优势。

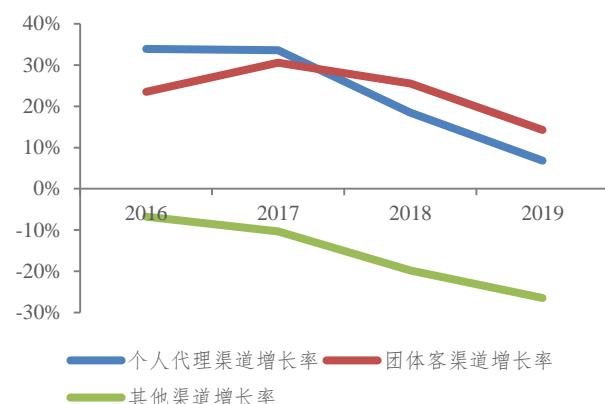
2019 年中国太保个人代理人渠道保费收入 1951.6 亿元，占渠道总收入比重高达 91.8%，2016 年和 2017 年个人代理渠道保费增速超 30%；其次是围绕政府与企业两大客户群体的团体客户，2019 年实现团体客户保费收入 79.9 亿元，同比增长 14.3%，占比约 3.8%；银保、电话销售和互联网等渠道持续负增长，占比由 2015 年的 17.5% 降低至 2019 年的 4.4%。与其他上市险企相比，中国太保个险增速在行业中保持较高速增长，超过中国平安、中国人寿的增长速度，有助于公司业务价值率的提升。

图 8：中国太保寿险业务渠道结构 单位：%



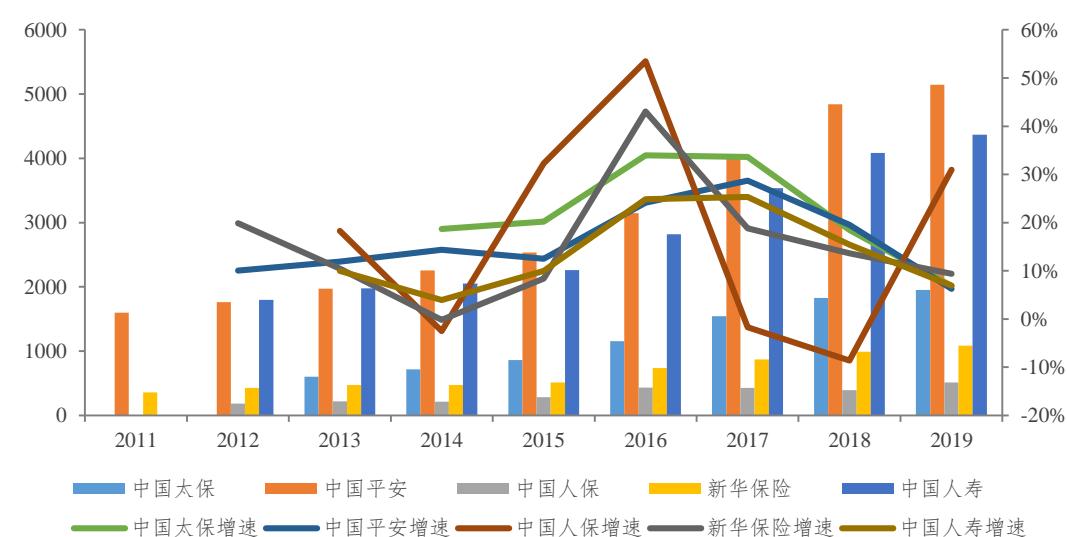
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 9：中国太保寿险业务分渠道增长率 单位：%



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 10：上市险企个险渠道收入及增速 单位：亿元/%



资料来源：公司财报，长城证券研究所

1.2 长期保障型业务稳步提升，业务品质优良

1.2.1 期缴业务增长迅速，缴费期限稳步延长

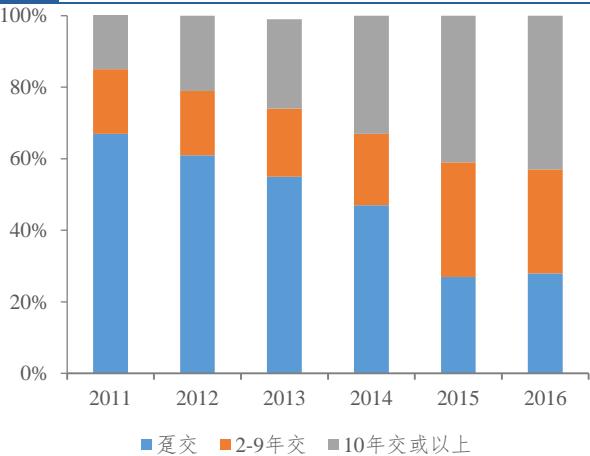
期缴业务的提升是驱动寿险新业务价值与价值率增长的重要因素。通过“聚焦期缴业务”发展策略，中国太保寿险个险首年期缴收入和续期业务收入实现高速增长，2013-2019年复合增长率分别达到16.5%和22.5%。2019年，太保寿险续期业务增速14.4%，推动个险业务收入同比增长4.7%，达到2045.2亿元。期缴保费占新保业务比重由2011年的34.6%迅速提升至2019年的83.3%。期交业务期限稳步延长，交费期限为10年及以上业务的新保保费占比从2011年的16%提升至2016年的43%，至2016年平均交费期限约8年左右。

图 11：中国太保寿险代理人新保首年期缴和续期业务收入及增速 单位：百万元/%



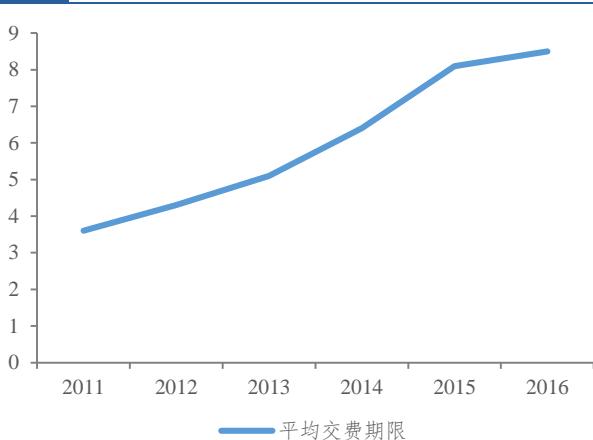
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 12：中国太保寿险不同交费期限新保保费占比



资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

图 13：中国太保寿险平均交费期限 单位：年



资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

1.2.2 保障型业务增速领先，产品结构持续优化

保监会于2017年和2018年分别颁布[134号文]和[19号文]，对保险产品的开发管理进行规范和整顿，加强落实“回归保障、保险姓保”。寿险公司纷纷加大对重疾、医疗、健康险及定期寿险等业务的投入，产品结构中保障型业务比重持续升高。

■ 行业长期保障型业务增长迅速

各上市险企保障型业务占比持续提升，平安寿险长期健康险增长迅速，2019年实现保费收入1070.15亿元，增长18.8%，占全部寿险保费收入17.5%，占比较去年+1.70pct；新华保险坚持以健康险为业务核心，适度发展理财型年金险，通过“期趸联动”业务策略，不断改善产品结构，自2015年以来保障型业务占比均超50%；中国太平2019年实现长期健康险保费收入353.21亿港元，较2018年增长23.4%，占寿险保费收入的22.1%，已超过2012年该产品保费收入的20倍。

中国太保坚持发展传统型和分红型业务，2019年实现传统型保险业务收入836.9亿元，同比增长19.2%，其中长期健康型保险439.0亿元，同比增长33.0%。长期保障型产品增速快于长期储蓄型产品增速，与中国平安保障型业务比重相当，占比情况优于中国太平。

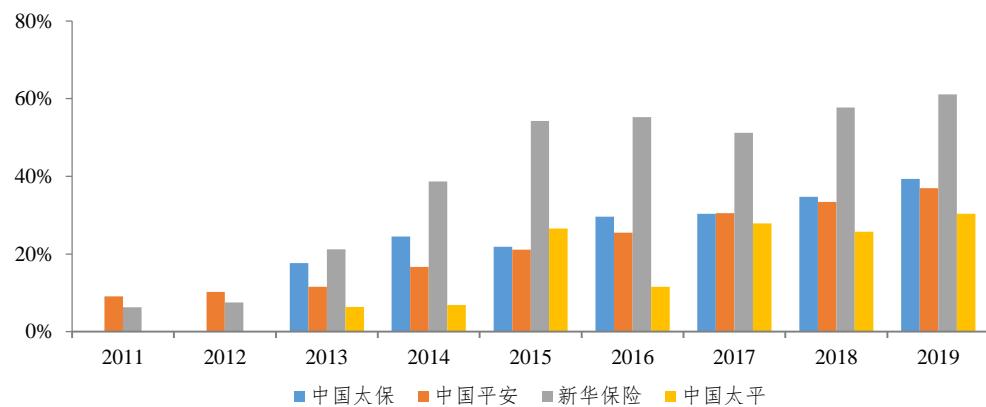
■ 太保长期保障型产品不断丰富

近年来，中国太保逐步打造了金佑主附险、安行宝、爱无忧、超能宝等多款保障产品，逐步形成了主力重疾（金佑系列）+单一重疾（爱无忧、心无忧）+少儿重疾（超能宝）+终身寿险（长相伴）+长期意外（安行宝）的完整保障体系，持续升级产品、聚焦目标客户，不仅更好地满足了客户全面病种需求，还贡献了较高新业务价值。

■ 太保安联助力长险产品渗透

随着集团协同发展深化，太保安联短期健康险助力公司获客和长险产品渗透，2019年太保安联健康险实现保险业务及健康管理费收入47.17亿元，同比增长71.9%。长险客户渗透率达11.3%，较上年提升4.3个百分点。公司通过产品研发和销售模式创新，助力产险个人健康险业务实现快速发展，同比增速达111.5%。寿险长险客户购买重疾险的比重逐年升高，客均购买保额快速增长，2019年上半年提升至15万元，较上年末增长6.4%。

图14：上市险企长期保障型产品占总保险业务比重 单位：%



资料来源：公司财报，长城证券研究所。中国太保长期保障型保险统计口径为传统寿险，已包含长期保障型保险；中国平安、新华保险和中国太平长期保障型保险统计口径为传统寿险加长期健康险；中国人寿公司财报暂无法区分长期保障型险种，故剔除。

表 1：中国太保寿险长期保障型产品一览

险种	产品名称	上线时间	保障项目	产品特色	保险期限	缴费方式	投保年龄
主力重疾	金佑主险 金佑主附险	2013 年	身故保险金、重大疾病保险金等	既提供终身身价保障，又提供重大疾病和特定疾病保障；可使用年金转换功能，每年领取养老金。	终身	与保险公司约定	30 天 -65 周岁
单一重疾	金佑人生 B 款 (在售)	2017 年	重大疾病保险金、特定疾病保险金	属于终身健康保障产品，提供 88 种重大疾病和 20 种特定疾病保障，确诊特定疾病可免交余期保费，还有身故和全残保障，每年还有分红，各项保障随分红而增长。	终身	年交	0-50 周岁
少儿重疾	爱无忧	2015 年	癌症轻症额外给付保险金、癌症保险金、身故或全残保险金等	具有保癌症、能返还、加轻症、可豁免、免体检等特点。	至 60/70/80 岁	与保险公司约定	30 天 -50 周岁
终身寿险	爱无忧防癌保险计划 3.0 (在售)	2019 年	满期保险金、身故保险金或全残保险金、癌症保险金等	主险提供身故或全残保障，满期可领取满期金，附加险提供癌症及癌症轻症额外给付保障，确诊可豁免保费。	至 60/70/80 周岁	与保险公司约定	30 天 -60 周岁
长期意外险	心无忧 (在售)	2019 年	身故保险金或全残保险金、严重心脑血管疾病保险金等	属于心脑血管疾病专属保险产品，涵盖 20 种严重心脑血管疾病的专属保障，专护心脑血管健康，抵御心脑血管疾病风险。	至 60/70/80 周岁	与保险公司约定	30 天 -60 周岁
	少儿超能宝两全险	2016 年	满期生存保险金、身故全残、重大疾病等	专注少儿疾病保障需求，囊括全面的重疾及轻症保障。	30 年	与保险公司约定	30 天 -17 周岁
	少儿超能宝两全保险 3.0 版 (在售)	2018 年	满期保险金、身故保险金或全残保险金、身故或全残保险费豁免	属于人寿保障产品，提供身故和全残保障，满期还可以领取满期金，投保人因意外伤害导致身故或全残可豁免保费。新增 15 种少儿特定重疾额外给付责任。	30 年	年交	0-17 周岁
	长相伴 A 款终身寿险 (在售)	2019 年	身故或全残保险金、意外身故保险金或意外全残保险金等	属于人寿保障产品，提供普通身故或全残保障，因意外导致的身故或全残也有保障。	终身	与保险公司约定	30 天 -65 周岁
	安行保两全保险	2014 年	身故保险金或全残保险金	重点针对自驾车、公共交通及巨灾意外的高额身价保险，保障范围广、保费低。	20 年/30 年	年交	18-60 周岁
	安行宝 2.0	2016 年	水陆公共交通意外身故、航空意外身故或全残保险金、意外身故或全残保险金等	针对驾驶或乘坐司机车、乘坐电梯以及公共交通工具等提供身故和全残保障。	20/30 年	年交	18-60 周岁

安行宝 3.0 版两全保 险 (在售)	2018 年	满期保险金、身故全 残、意外伤害等	加入步行及骑行百万意外责 任, 让客户意外保障更加全面。	40 年	与保险公 司约定	18-60 周岁
---------------------------	--------	----------------------	---------------------------------	------	-------------	-------------

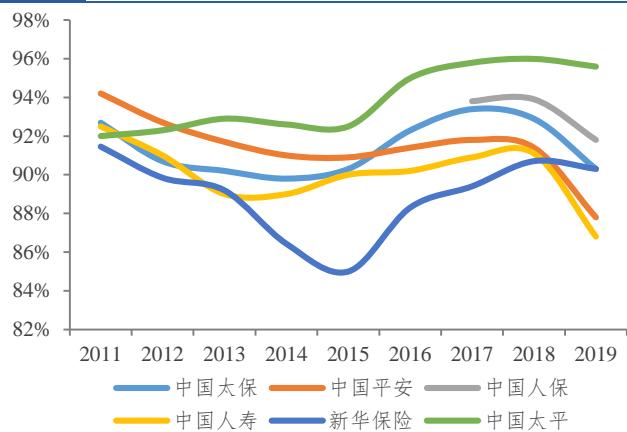
资料来源: 公开资料整理, 长城证券研究所

1.2.3 业务品质保持优良, 存量保单保持充足

■ 太保保单继续率、退保率保持优良水平

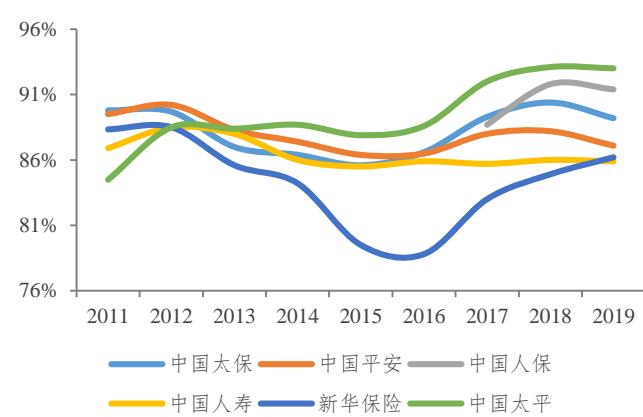
2014 年中国太保寿险银保业务尚处于调整期, 2015 年以后受益于个险渠道调整、代理人质态提升、期限结构以及产品结构的不断改善, 公司客户经营和保单维护保持优良水平。无论是保单继续率还是退保率, 在行业中一直处于领先地位。2019 年中国太保个人寿险客户 13 个月保单继续率、25 个月保单继续率分别达到 90.3% 和 89.2%, 退保率下降至 1.1%, 较同期下降 0.3 个百分点。

图 15: 上市险企个人寿险客户 13 个月保单继续率



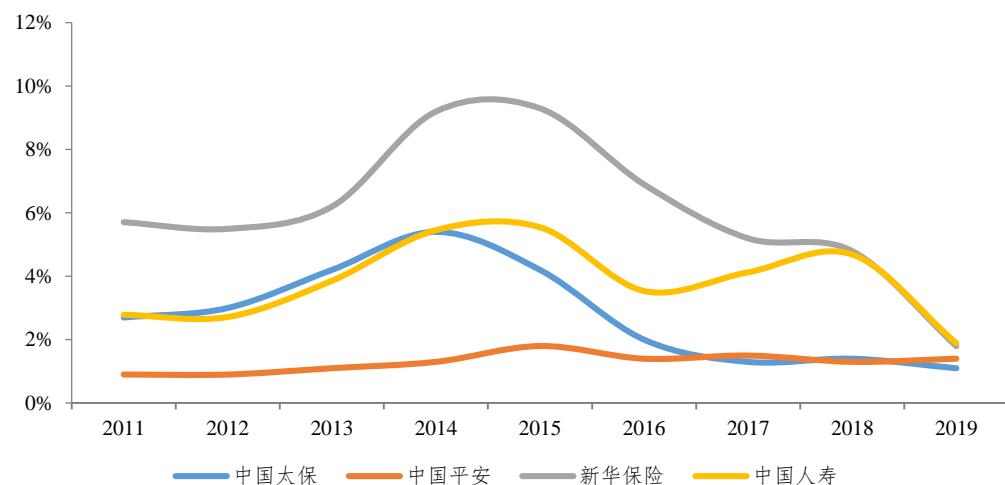
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所。

图 16: 上市险企个人寿险客户 25 个月保单继续率



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所。

图 17: 上市险企退保率变化情况 单位: %

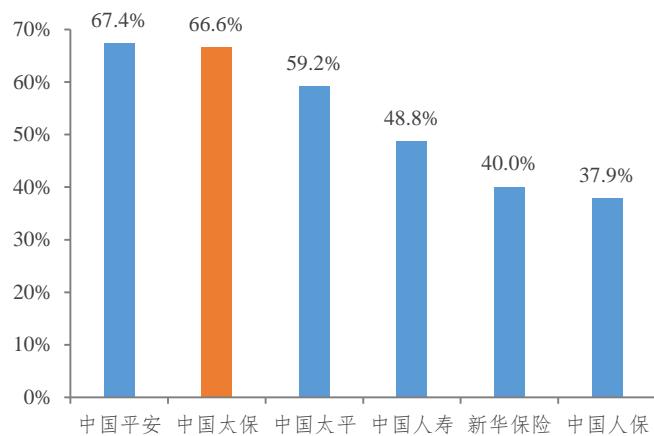


资料来源: wind, 长城证券研究所。

■ 太保存量保单充足度较高

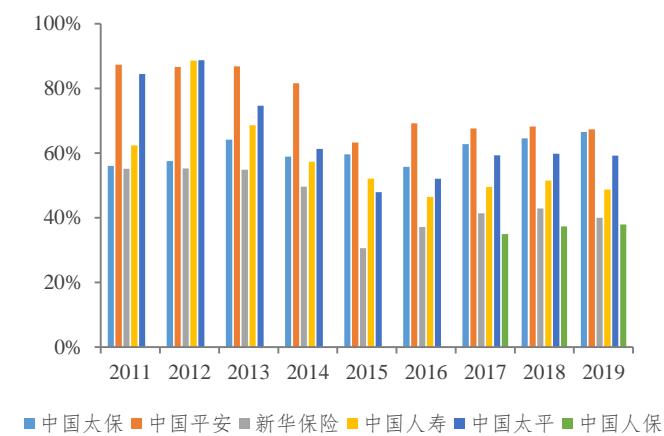
我们通过计算寿险公司有效业务价值和内含价值的比值，来测度险企的存量保单充足度。比值越高表明寿险企业的存量业务越充足，有利于其长期可持续发展。2019年，中国太保存量保单充足度达到66.6%，仅次于中国平安67.4%的充足度水平。且与其他上市险企相比，中国太保一直具有存量保单优势，高于中国人保、新华保险、中国人寿和中国太平。从估值逻辑来说，相较于NBV，寿险企业存量保单的价值占内含价值比重更高，由于内含价值包含调整净资产和有效业务价值两个部分，而后者由于在精算中采用了11%的贴现率，其每年价值释放即可维持11%的价值增速，该指标越高，说明保险公司内含价值的增长越高，且更为稳健，累积在公司手中的存量保单将会长期影响险企的估值。太保的存量保单充足度增长稳健，呈逐年上升趋势，将有助于公司的估值溢价。

图 18: 2019 上市险企存量保单充足度 单位: %



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 19: 上市险企存量保单充足度变化情况 单位: %



资料来源：公司财报，长城证券研究所

1.3 科技赋予发展新动能，协同构建新领域生态圈

科技赋能是中国太保转型2.0打造的三大动能之一。集团将加快与华为、联想、浪潮、阿里等互联网头部企业，以及上海交通大学等知名院校、研究机构开展合作，以人工智能、大数据和区块链等新技术为驱动力，加大前沿技术的研发和储备，推动创新科技的多场景规模化应用。集团升级核保、理赔、客服等运营服务全流程，加强资源协同构建“保险+科技+健康+养老”的生态闭环，全面提升运营效能、持续提升服务价值。

■ 利用新技术升级运营服务全流程

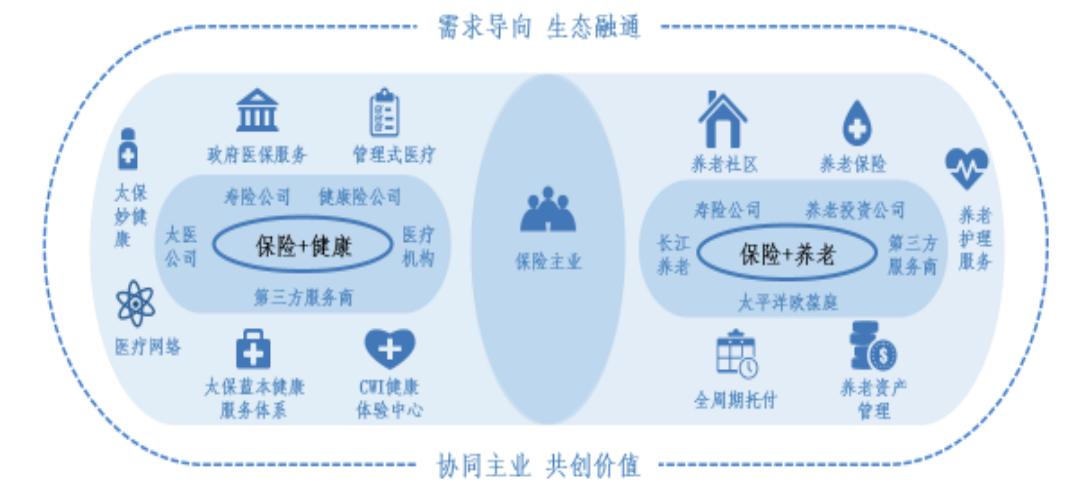
公司在行业内率先将AI技术应用于核保环节。公司全方位覆盖投保场景，对客户实现高精度核保咨询。全天候秒级辅助智能审核决策，并能有效识别风险及预警。人工核保替代率达18%，模型一致率稳定于95%；理赔环节升级“太慧赔”终端自助理赔系统，包括太平洋APP、官微、微信小程序和灵犀机器人，其中“灵犀二号”是业内首个具备业务处理能力的机器人，目前其累计作业量已突破31万笔。公司通过与1000余家医院的数据进行交互，实现了理赔服务的便捷和高效。自助理赔应用率达85%，5小时结案率90%，AI理赔件均决策3.74秒，准确率98%，实现个人医疗理赔业务17.5%的审核替代；升级客户服务模式，通过远程柜面支持、高端健康体检等场景化应用，实现服务标准的升级和客户触点的增加，以服务促进销售，实现销服一体化。

图 20: 中国太保转型 2.0 运营服务全流程图


资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

■ 整合集团优势构建保险生态圈

太保整合集团各子公司资源优势，加速各板块之间的协同，以科技赋能助力中国太保构建出集科技、健康、养老为一体的保险服务生态圈。依托集团医疗健康领域专业子公司太平洋医疗健康，中国太保实现保障拓维。公司利用大数据分析工具细分风险人群，使“带病投保”成为可能，进一步挖掘市场潜力并带动新业务价值提升；构建“保险+养老”生态，致力成为“中国养老社区 2.0”的引领者。全国范围内规划布局“太保家园”，实现养老服务“全龄覆盖”；以太平洋欧葆庭合资公司为平台，构建国际一流运营服务体系。

图 21: 中国太保打造“保险+健康+养老”生态圈


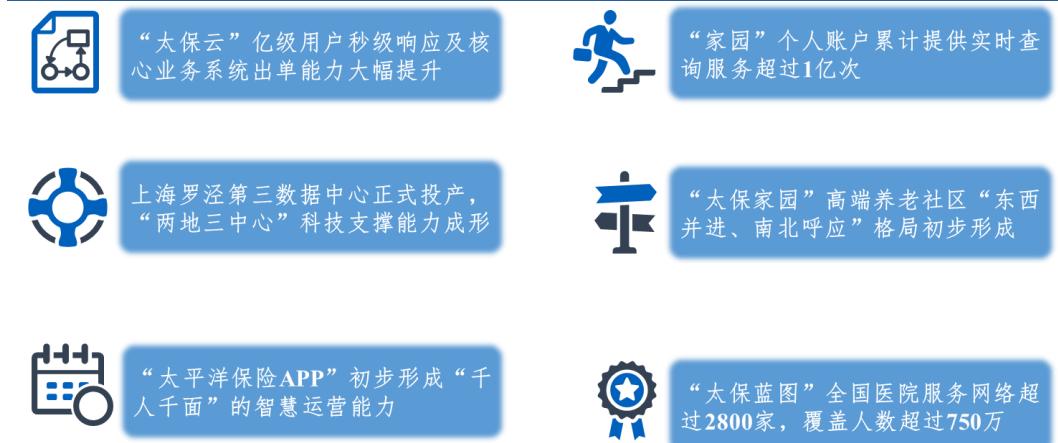
资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

■ 协同推进科技赋能提升响应能力

2019 年太保集团在科技条线上不断深化。集团主要深化六方面的工作：完成新一代信息技术的战略规划，提出 2358 的目标蓝图；实施信息技术治理架构的优化，推进子公司专

属应用的潜质；加快信息系统的自主研发，成为行业首家通过 CMMI5 与 TMMI5 认证的企业；产寿险核心业务系统分布式架构升级，“太保云”亿级用户秒级响应系统出单能力大幅提升；上海罗泾数据中心正式投产，“两地三中心”科技支撑能力形成；持续打造“一个太保、共同家园”的中国太保 APP，初步形成“千人千面”的智慧运营能力。

图 22：中国太保科技赋能实施项目



资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

2020 年太保集团将继续推进科技赋能建设，从四个方面持续深化改革：1) 优化科技治理体系。坚持优化生产关系，推进成立金融科技公司，通过市场化运作破解科技创新的试错机制，建立匹配的创新孵化机制，提升科技供给效能；2) 推进科技人才的队伍改革，提升整体战斗力。公司将推进科技族群职级职位体系，通过市场化激励机制等改革，加快建立具有科技特色的人才管理机制；3) 开展战略合作与协同，提升科技的运用，公司将继续与华为，联想，浪潮，阿里等互联网头部企业以及上海交通大学等知名院校开展能合作。探索人工智能、区块链等领域的协同创新，加大前沿技术的研发和储备，升级科技引领能力；4) 创新科技与业务的融合机制，增强科技队伍业务的引领。坚持自上而下与自下而上双向互动，自上而下引领科技运营条线要从技术视角主动向业务条线引入和推荐，成为业务模式创新流程再造的助推器。

1.4 疫情短期影响 Q1 业绩，拐点可能在下半年出现

2020 年伊始，新冠肺炎疫情迅速向全国乃至全球蔓延，目前我国疫情防控形势持续向好，企业复工复产明显加快，3 月份制造业 PMI 大幅回升至 52%，相比于 2 月出现扩张。海外疫情继续发酵，目前仍没有出现拐点的迹象。此次疫情的复杂性和严峻性将打破 2019 年底经济弱企稳态势，复工延迟、限制人员聚集、流动等防疫措施已经对经济活动造成负面影响，我们预计疫情对保险 Q1 乃至 H1 业绩影响显著，短期保费收入增速下滑，寿险代理人展业受阻，财产险航意险、货运险冲击最大，总体赔付支出有所增长但影响有限。疫情有望在一定程度促进健康险增长，长期行业风险可控，拐点可能在下半年出现。

■ 太保 Q1 保费和 NBV 达成承受下行压力

根据保险公司传统业务节奏，一季度是各险企“开门红”奠定全年基础的时期。由于行业内对“开门红”提前布局，本次疫情对保险业影响主要从春节前后开始。太保寿险业务“开门红”业绩一直是其全年保费收入达成的重要贡献时段，2018 年和 2019 年公司一季度寿险保费收入占全年比重分别为 44.4% 和 43.7%。受此次疫情影响，全国大部分地区

延迟复工，寿险代理人活动受限，公司淡化开门红策略，并追求长期价值增长，2020年2月保费增速为-5.2%，NBV达成面临下行压力。

图 23: 中国太保寿险月度保费收入及同比增速 单位: 亿元/%



资料来源: wind, 长城证券研究所

■ 寿险代理人展业短期受阻寻求线上解决方案

疫情期间部分地区延迟复工、居民活动量下降，将对寿险代理人展业及增员造成一定程度的冲击。一方面基于安全考虑，代理人减少甚至取消面对面接触新客户，公司大型促销活动也将延迟或取消，一系列举措均会影响保险产品销售，特别是大单业务的达成；另一方面，后续代理人增员、培训等环节仍将需要线下场景，短期内负面影响不容忽视。但得益于互联网技术的进步，预期此次疫情对代理人的影响将小于非典时期，龙头险企重视保险+科技应用，通过科技赋能减缓负面冲击。

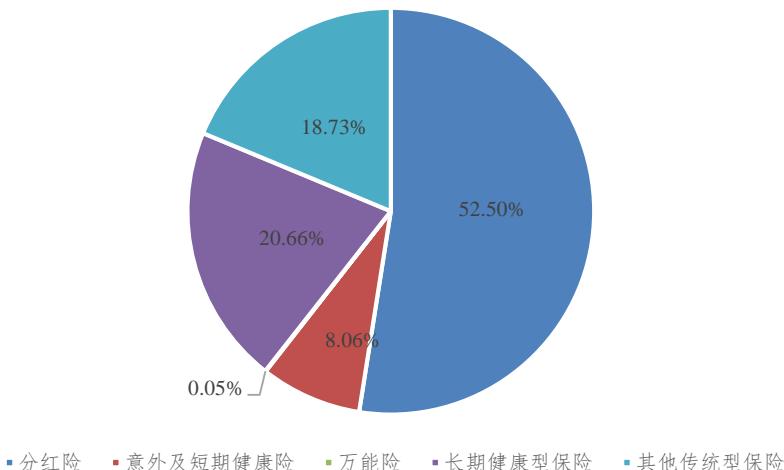
中国太保通过推出一系列线上化工具，在产品销售、理赔支付、保单质押及健康监测等方面为客户提供全流程服务。截至3月10日，累计签发电子保单2,517万张，完成线上保全服务572万件，线上车险自助理赔10.4万件，AI平台提供智能服务3,269万次。同时，公司创新开发复工复产复市保险方案，寻求疫情期间新的发展机遇。

■ 政策鼓励健康险和责任险发展

回顾非典疫情结束后对行业的影响往往是保险的强劲需求。一方面疫情的蔓延唤起了大众的保险意识，极大地激发了全民对人寿保险的需求。另一方面疫情的出现也倒逼险企不断创新适应市场变化的保险产品。在相关政策鼓励下，有利于健康险和责任险发展。2019年太保长期健康险占寿险比重为20.66%，且增长迅速，预计在疫情缓和期后会呈现“爆发式”增长。

此外，疫情发生以后，中国太保积极履行企业社会责任，为湖北抗疫第一线的50万医护人员、上海25万医护人员及其家属和云南疫情防控40万医务人员提供每人20万元的专属保险，总保额逾千亿元；为雷神山医院和火神山医院项目近6000名参与建设的工作人员免费提供专属风险保障。集团树立良好的企业形象，有助于行业长期发展。

图 24: 2019 年中国太保寿险按险种保费收入 单位: %



资料来源：公司财报，长城证券研究所。

2. 寿险估值角度：EV 增长稳健，ROEV 有望保持高位

2.1 寿险公司的估值逻辑

■ EV 与剩余边际的关系

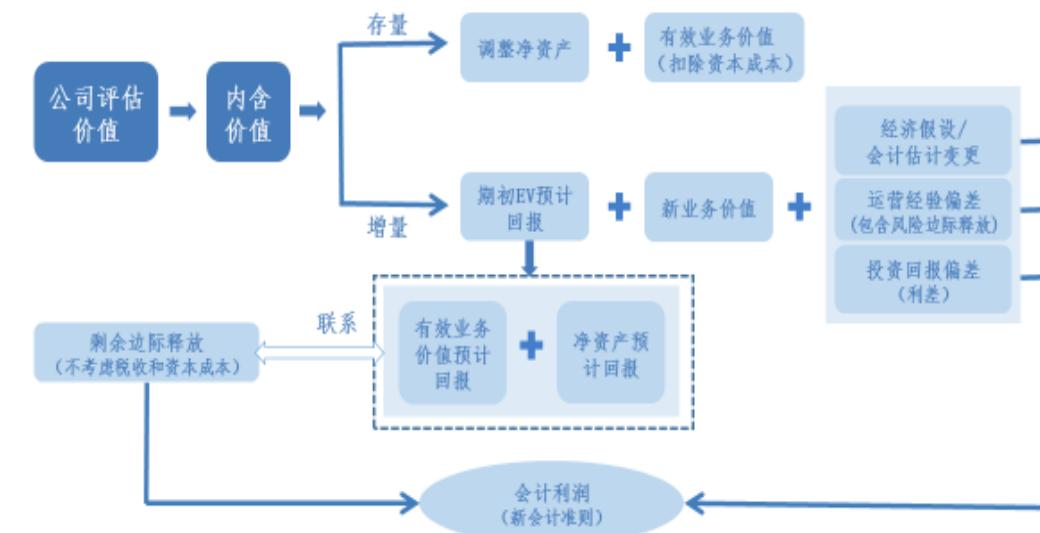
内含价值和剩余边际都是寿险未来现金流的现值，是寿险公司估值评价的重要参考指标。一般来说，内含价值（EV）的计算基于考虑偿付能力后的可分配利润，并不是会计利润的简单贴现，上市险企财报中对 EV 的评估指标也未与公司利润之间产生联系。而剩余边际作为保单未来年度利润的现值，通过逐年释放进入会计利润，新会计准则下是每年寿险公司会计利润的核心来源，可以通过剩余边际摊销直接与公司会计利润产生联系。

■ EV 的存量和增量构成拆解

EV 存量构成可表示为调整净资产与有效业务价值（扣除资本成本）之和，即寿险公司净资产和现有保单未来可能带来的可分配利润，减持有的保单成本。EV 增量的构成可表示为：期末 $EV =$ 期初 EV 预计回报 + 新业务价值 + (经济假设变更 + 运营经验偏差 + 投资回报偏差)，其中期初 EV 预计回报又可进一步分解为有效业务价值（VIFB）预计回报 + 净资产预计回报。VIFB 是保单未来税后利润的贴现值，与剩余边际最主要的区别在于前者考虑税收和资本成本，采用了较高的风险贴现率 11%；后者不考虑这些因素，贴现率基于国债收益率和投资收益率。故在实际计算中对现值的影响差异较大。

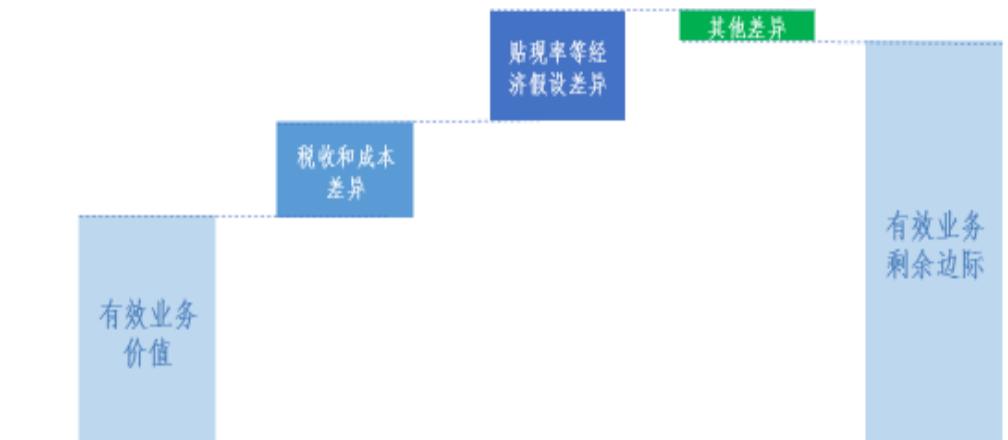
通过拆解 EV 及影响会计利润的因素，我们得到了分析寿险公司估值的逻辑思路，下面将分别从剩余边际释放、EV 预计回报、新业务价值、运营偏差等核心要素分析中国太保的内含价值和利润来源，从而更好地预估寿险公司的真实价值。

图 25: 寿险公司评价估值的逻辑图解



资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

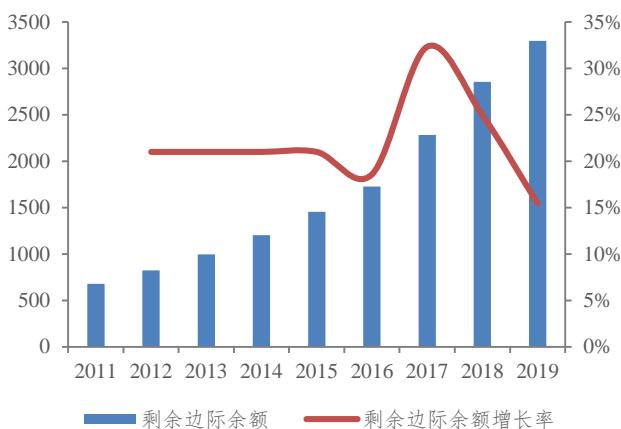
图 26: 寿险公司剩余边际与有效业务价值的差异



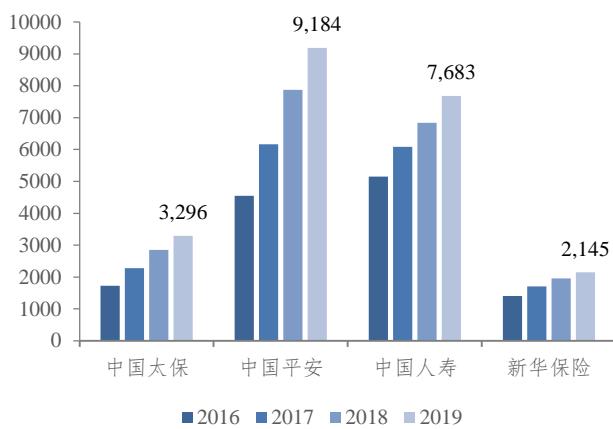
资料来源：公开资料整理，长城证券研究所。

2.2 剩余边际释放奠定利润安全边际

剩余边际释放是寿险利润实现中最稳定的部分，其释放模式自保单发单时点锁定，不受资本市场影响。其他影响利润来源的因素还包括运营偏差、投资回报偏差以及会计估计变更等。中国太保剩余边际余额 2011 年为 679 亿元，截至 2019 年达到 3296 亿元，同比增长 15.5%，2011-2019 年剩余边际余额年复合增长率为 21.83%，2017 年剩余边际余额同比增长高达 32.3%。从绝对值来看，中国太保剩余边际余额与中国平安和中国人寿相比还有较大差距，但每年增长速度与这两家寿险公司相当，甚至超越中国人寿 17.9%、12.5% 和 8.5% 的增长水平，未来还有较高增长空间。作为会计准备金的一部分，剩余边际余额将逐年释放，将为中国太保寿险业绩提供较强安全边际。

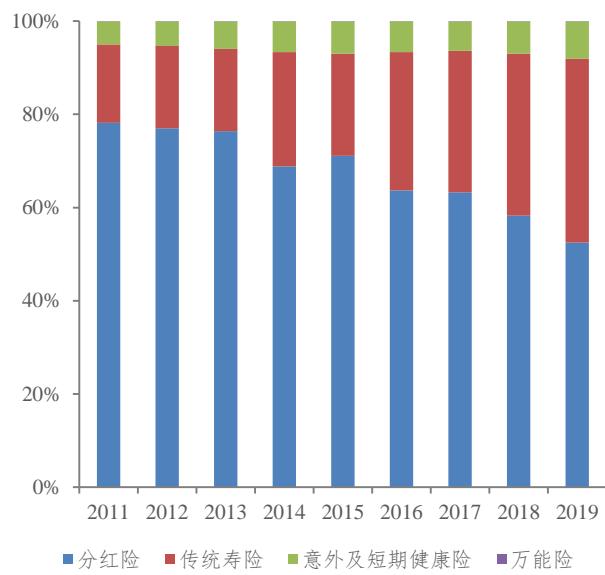
图 27: 中国太保剩余边际余额及增长率 单位:亿元/%


资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 28: 上市险企剩余边际余额 单位: 亿元


资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

中国太保剩余边际的快速增涨主要得益于新保保费的增长以及长期保障型业务占比的提升。从太保寿险主要险种结构图中可以看出,长期保障型保险年增长速度自2016年起一直保持近30%的较高水平,占比增长至2019年的39.4%,高于平安寿险占比水平。2018年长期保障型新业务首年年化保费达304.99亿元,同比增长7.7%,占比提升7.4个百分点达到49.1%,推动寿险业务剩余边际余额较上年末增长25.0%。2011-2016年长期险新保剩余边际增长迅速,保持年均22%的增长速度。

图 29: 中国太保寿险主要险种结构 单位: %


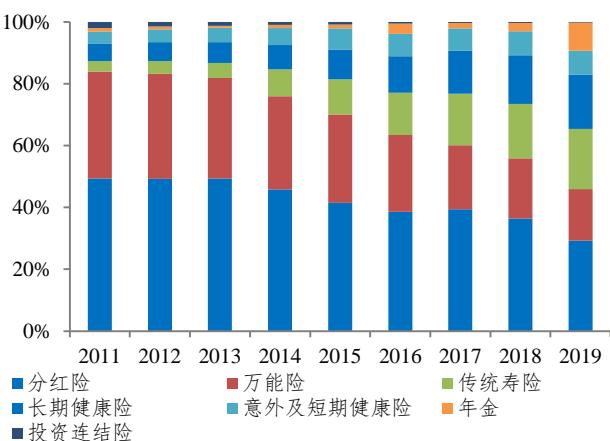
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所。传统寿险中包括长期健康型保险

图 30: 中国太保寿险长期险新保剩余边际 单位: %


资料来源: 公开资料整理, 长城证券研究所

图 31: 中国平安寿险主要险种结构

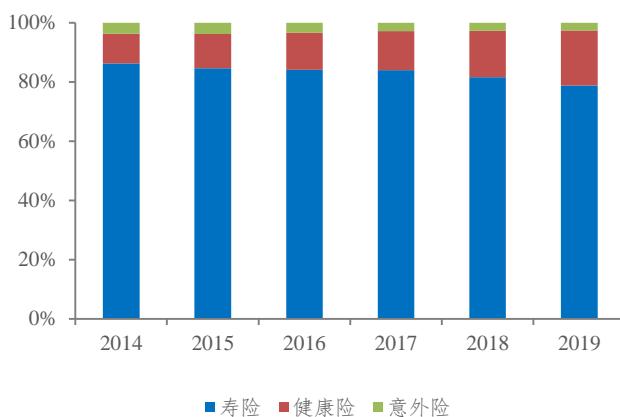
单位: %



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 32: 中国人寿主要险种结构

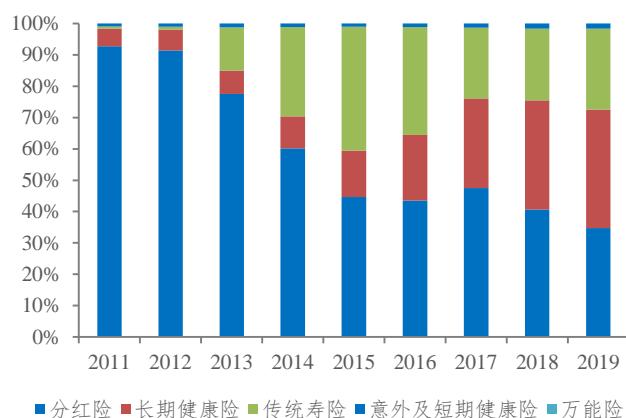
单位: %



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 33: 新华保险寿险主要险种结构

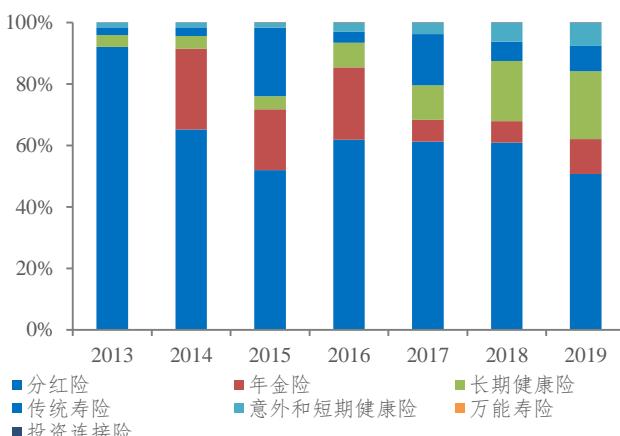
单位: %



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 34: 中国太平寿险主要险种结构

单位: %



资料来源：公司财报，长城证券研究所

2.3 内含价值增速保持稳健

2.3.1 内含价值预计回报行业领先

内含价值是寿险公司实力的重要考察指标，从一定意义上来说等同于寿险公司的“清算价值”，可以更清晰地评估寿险公司的投资价值。中国太保自2011年以来，内含价值一直稳健增长，2014年起增速保持在20%左右。2019年末，内含价值为3055.2亿元，复合增长率达21.1%，是上市初期的9.9倍（2007年EV为305.7亿元）。

通过对上市险企内含价值增量的分解（以2019年公司财报为例），发现EV增量贡献主要来源于内含价值预期回报和新业务价值贡献，投资及经营偏差的EV贡献扭正。内含价值预期回报对EV增长的贡献介于7.9%~9.5%之间，维持基本稳定的贡献水平，得益于有效业务价值预计回报和净资产预计回报稳定的风险贴现率和投资收益率假设。中国太保内含价值预期回报贡献推动EV增长为9.26%，中国平安新业务价值推动EV增长达到

14.68%居于行业先列。2019年投资及经营偏差影响显著上升，贡献率由负转正。中国太保投资及经营偏差推动EV增长达到3.43%。

图 35: 中国太保寿险 EV 及增长率 单位: 亿元/%

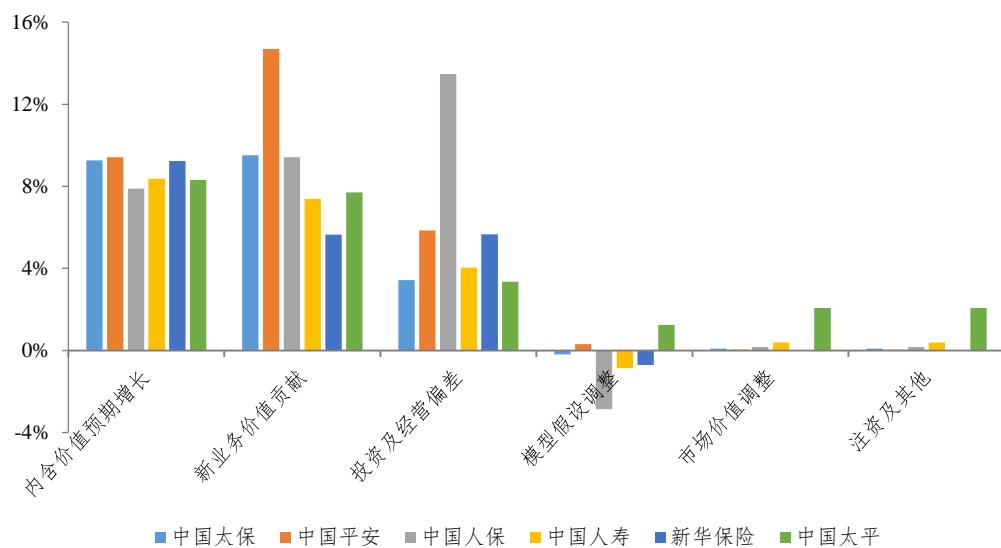


资料来源：公司财报，长城证券研究所

表 2: 2019 年上市险企寿险内含价值贡献分解 单位: 亿元/%

EV 增值	EV 预期	新业务	模型假设	市场价值	投资及经	注资及
	回报	价值	调整	调整	营偏差	其他
中国太保	470.9	239.2	246.0	-5.1	2.2	88.6
中国平安	1442.7	577.6	900.5	19.0	2.7	358.1
中国人保	184.5	55.7	66.5	-20.2	1.1	95.2
中国人寿	1470.4	666.3	587.0	-68.5	30.2	320.3
新华保险	318.9	160.0	97.8	-12.1	0.0	98.0
中国太平	290.3	113.4	105.1	17.1	28.2	45.6
EV 增值	EV 预期	新业务	模型假设	市场价值	投资及经	注资及
	回报	价值	调整	调整	营偏差	其他
中国太保	18.2%	9.3%	9.5%	-0.2%	0.1%	3.4%
中国平安	23.5%	9.4%	14.7%	0.3%	0.0%	5.8%
中国人保	26.1%	7.9%	9.4%	-2.9%	0.2%	13.5%
中国人寿	18.5%	8.4%	7.4%	-0.9%	0.4%	4.0%
新华保险	18.4%	9.2%	5.6%	-0.7%	0.0%	5.7%
中国太平	21.3%	8.3%	7.7%	1.2%	2.1%	3.3%

资料来源：公司财报，长城证券研究所。中国人保无“分红”项；新华保险“市场价值调整”包含在“投资与经营偏差”中；中国太平各数据为亿港币，由于注资、分红为一项，故分红前内含价值包含注资

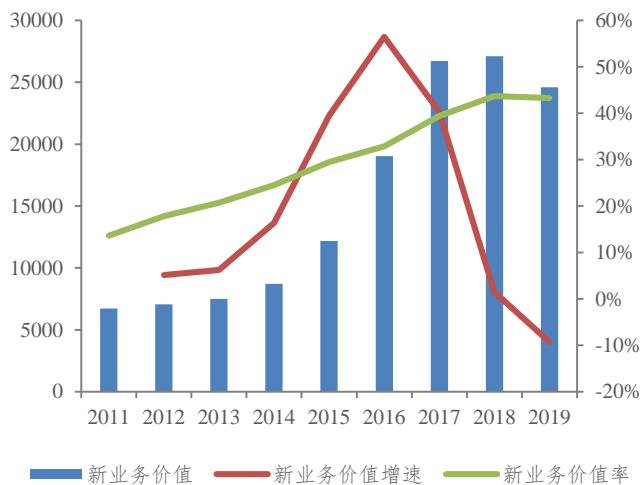
图 36: 2019 年上市险企寿险内含价值贡献分解 单位: %


资料来源：公司财报，长城证券研究所

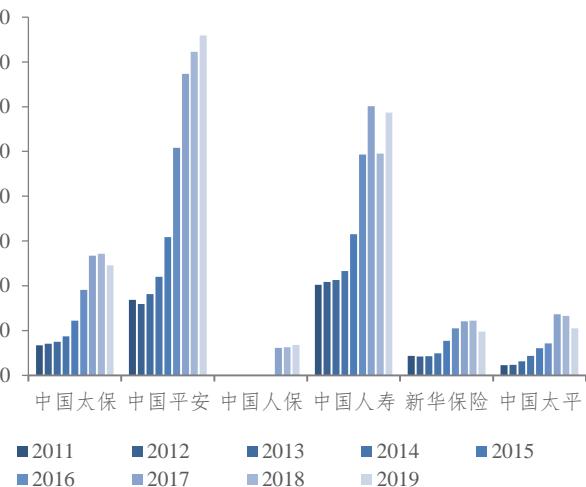
2.3.2 新业务价值短期承压，有望迎来逐步改善

■ 中国太保新业务价值增速及新业务价值率短期下滑

新业务价值作为衡量寿险公司盈利能力和成长性的核心指标，也是 EV 增量的主要贡献来源之一。中国太保新业务价值自 2011 年以来保持高速增长，与其他上市险企相比，中国太保 NBV 规模仅落后于中国平安和中国人寿，位列行业第三。2016 年 NBV 增速峰达到 56.5%，2018 年至今增速显著下滑。中国太保新业务价值率稳步上升，2018 年达到 43.7%，同比增长 4.3 个百分点，2019 年 43.3%，同比下降 0.4 个百分点。其中传统寿险新业务价值率为 77.9%；同比下降 0.5 个百分点；分红寿险新业务价值率为 24.2%，同比降低 13.9 个百分点。新业务价值及新业务价值率增长短期内面临一定的下行压力，预计随着疫情控制及催生的保险需求，有望得到逐步改善。

图 37: 太保寿险 NBV 及 NBV margin 单位: 百万元/%


资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 38: 上市险企新业务价值情况 单位: 百万元


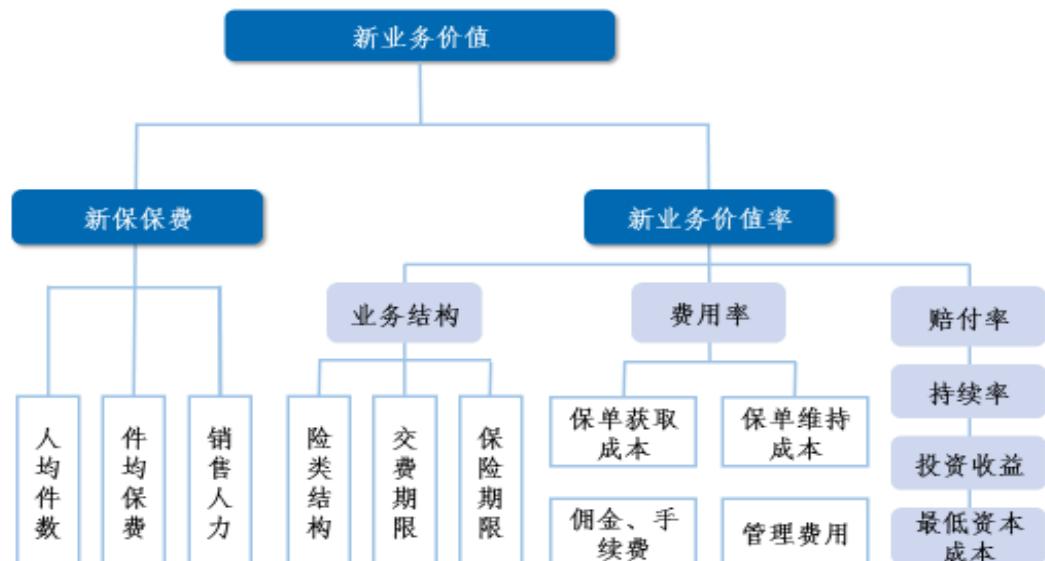
资料来源：公司财报，长城证券研究所。中国太平单位为百万港币

■ 中国太保新业务价值短期下行成因

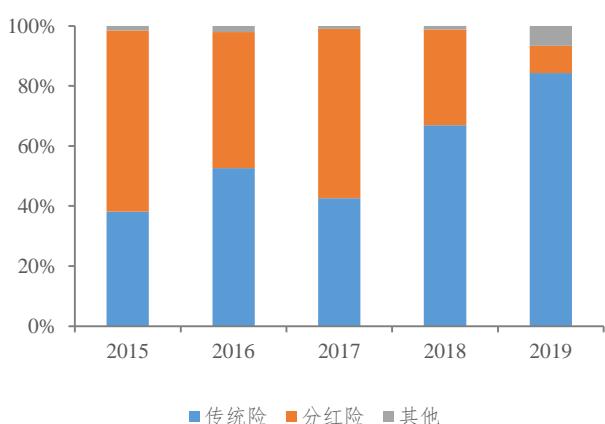
由于新业务价值的增长来自新保保费和新业务价值率的共同驱动。而影响新业务价值率的主要因素包括业务结构、业务品质以及成本、投资和偿付能力管理等。通常不同险种的价值率表现为：长期保障型>长期储蓄型>短期保障型>短期储蓄型；不同渠道的价值率表现为：代理人渠道>团体渠道（银保等）。我们将从以下几个方面分析中国太保新业务价值表现成因。

- ✓ 从险种结构来看：中国太保传统险（包括长期健康险）新业务价值占比自 2015 年起逐年上升，由占比 38.1% 提升至 2019 年的 84.3%。分红险新业务价值占比由 2015 年的 60.4% 下降至 2019 年的 9.1%。险种结构的调整对新业务价值率的提升具有显著的促进作用。
- ✓ 从期限结构来看：虽然中国太保已经形成了以“大个险”为核心的格局，对新业务价值率贡献较大，但从个险渠道细分期限结构来看，2018 年个险新保业务增速显著下滑，并出现负增长 -5.6%，2019 年同比增速进一步下滑至 -15.2%，Q4 单季个险新保业务同比增速 -30.1%，与前三季度当季增速 -13.1%、-3.4% 和 -18.5% 相比，降幅最大。主要原因：一是 2018 年公司月均代理人规模增至 84.7 万人（2018Q2 达到峰值 89.4 万人），推动个险新保开单基数处于较高水平；二是行业发展进入新周期，公司聚焦长期价值增长，调整短期业务结构，削减低价值渠道，淡化开门红策略。
- ✓ 从“三差”角度来看：新业务价值中死差益占比可表现为寿险风险最低资本占最低资本的比重。2017 年以来上市险企 NBV 死差益占比情况，可以看出中国平安 NBV 死差益占比自 2018Q2 以来，一直保持在 50% 左右。中国太保 NBV 死差益占比稳步上升，呈小幅震动，稳定在 30% 上下，该指标对新业务价值率的贡献水平尚有提升空间。

图 39：新业务价值影响因素分解



资料来源：公开资料整理，长城证券研究所。

图 40: 中国太保不同险种新业务价值占比 单位: %


资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 41: 中国太保个险代理人新保业务收入及增速


资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

表 3: 上市险企新业务价值中死差益占比 单位: %

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4
中国太保	30.00%	31.04%	30.84%	29.87%	30.78%	31.81%	32.13%	32.14%	32.07%	31.20%	30.86%	30.40%
中国平安	45.30%	47.44%	48.15%	48.55%	48.63%	50.18%	51.21%	50.59%	50.19%	49.91%	50.28%	50.83%
中国人寿	23.60%	23.08%	22.59%	21.75%	21.84%	21.18%	21.04%	20.19%	20.57%	20.94%	21.03%	21.43%
新华保险	40.10%	43.00%	42.14%	39.99%	39.62%	40.36%	41.73%	39.89%	40.49%	41.66%	41.51%	39.61%
中国太平	36.90%	37.29%	37.38%	37.25%	36.55%	38.43%	39.33%	38.72%	37.29%	38.05%	36.47%	35.66%

资料来源: 寿险子公司偿付能力报告摘要, 长城证券研究所

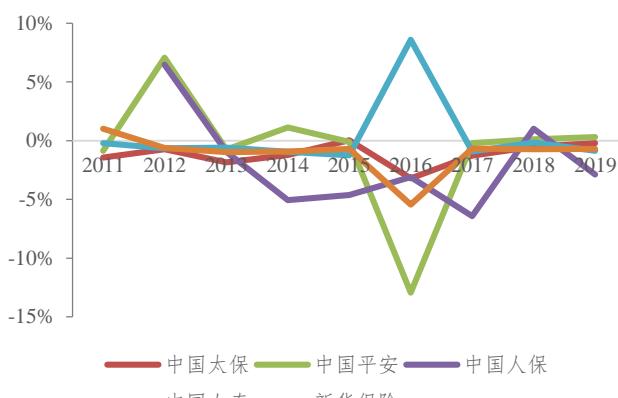
2.3.3 合理假设有利于 EV 实现

由分析寿险内含价值的逻辑可知, 包括经济、模型、运营等在内的假设偏差也将从不同程度影响内含价值增量。通过计算中国太保运营经验偏差、假设和模型调整和市场价值调整变化分别于其内含价值的比值, 得到相关假设的偏差率水平。

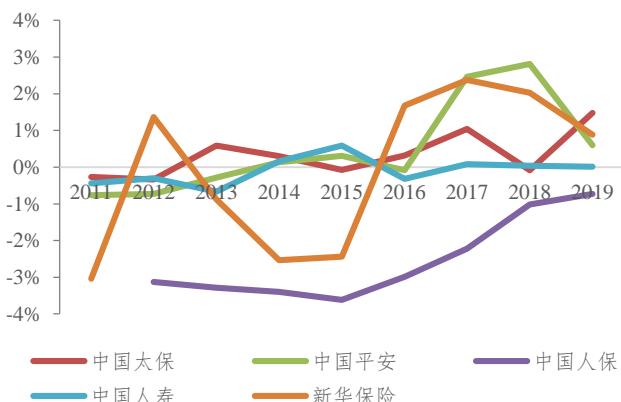
与其他上市险企相比, 中国太保运营偏差较小, 均值为 0.33%, 其次是市场价值偏差率, 均值为 0.29%, 假设和模型偏差率为 -1.15%。中国太保投资及经营偏差推动 EV 增长达到 3.43%, 经营偏差较 2018 年大幅改善, 是“经营偏差”指标唯一改善的公司, 贡献率为 1.48%, 体现了公司经营与风控的稳健性。与往年相比, 中国太保“投资偏差”依旧保持在较小范围浮动, 体现出投资的谨慎性, 由此可见, 审慎的假设设定和卓越的经营将有利于中国太保内含价值的实现。

图 42: 中国太保寿险 EV 与相关假设偏差率

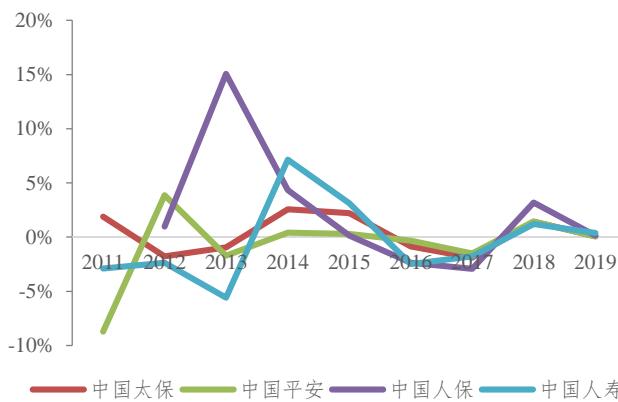

资料来源: 公司财报, 长城证券研究所。运营经验偏差率=运营经验偏差/内含价值; 假设和模型偏差率=假设和模型调整/内含价值; 市场价值偏差率=市场价值调整变化/内含价值

图 43: 上市险企假设和模型偏差率 单位: %


资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 44: 上市险企运营经验偏差率 单位: %


资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 45: 上市险企市场价值偏差率 单位: %


资料来源: 公司财报, 长城证券研究所。新华保险市场价值偏差率无单独列项

2.4 ROEV 有望保持高位

以上对 EV 及其每个贡献要素的分析, 体现了太保在报告期内的当前经营成果, 对于未来险企的估值情况, 还需要参考 ROEV 这一指标。我们参考中国平安集团对寿险 ROEV 指标的定义, 即寿险及健康险业务 $ROEV = EV \text{ 营运利润} / \text{年初 EV}$, 其中 EV 营运利润由年初 EV 预计回报、NBV 创造和营运贡献组成。

■ 太保寿险营运利润稳健增长

相对于净利润, 营运利润剔除了短期投资波动、准备金折现率变动及一次性重大损益等因素的干扰, 可以较稳定的释放。营运利润同时体现了存量业务和最近 12 个月新业务带来的当期盈利, 并且剔除了短期投资收益波动影响, 比 VIF (存量业务的未来盈利) 和 NBV (最近 12 个月新业务的未来盈利) 更加易于投资者理解且稳定性较高。通过测算发

现太保寿险内含价值营运利润一直保持稳健增长，在上市险企中处于领先地位，但相较于中国平安和中国人寿。数据显示，其在 2011-2019 年 CAGR 达到 19.1%。

图 46: 上市险企内含价值营运利润 单位: 百万元/百万港币

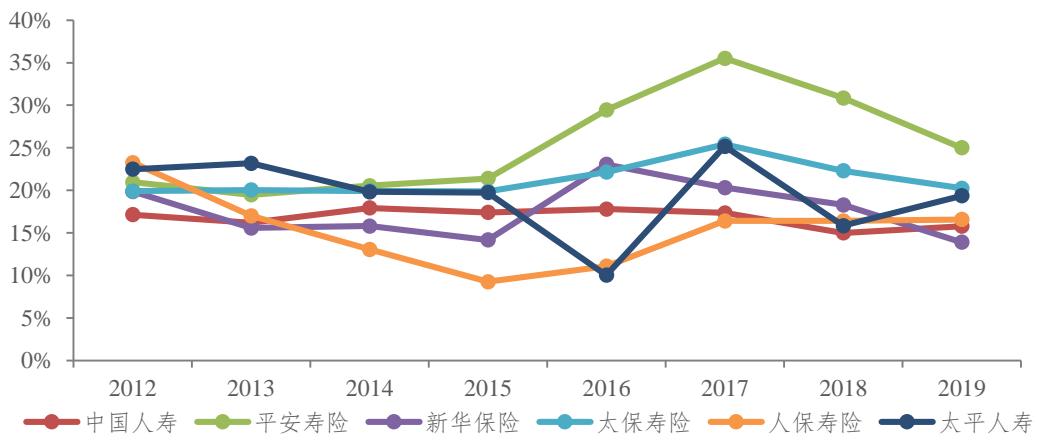


资料来源：公司财报，长城证券研究所。其中涉及到的测算数据可能与实际存在差异，中国太平单位为百万港币

■ 太保寿险 ROEV 保持相对高位

上市险企 ROEV 变化显示，中国太保在统计年间的 ROEV 在 17%~25% 之间上下浮动，在行业中处于较高位置（均值 19.86%），仅次于中国平安（均值 24.7%）和中国太平（均值 22.02%）。公司的变化稳定性方面显著优于同业，2011-2019 年的 ROEV 标准差仅为 2.04%，小于中国人寿（标准差 3.38%）、中国平安（标准差 5.71%）、中国人保（标准差 7.74%），而新华保险和中国太平的 ROEV 变化幅度较大。中国太保稳健的价值增值策略，我们预计太保寿险内含价值营运利润和 ROEV 未来有望保持高位。

图 47: 上市险企 ROEV 的变化情况 单位: %



资料来源：公司财报，长城证券研究所。其中涉及到的测算数据可能与实际存在差异

3. 产险：车险强化战略协同，非车加快新型业务布局

3.1 车险强化战略协同，持续稳健增长

3.1.1 商车费改有利于龙头险企

2018年3月，监管部门在前两期商车险费改基础上，决定进一步放宽四川、山西、山东、福建等七个省市的商业车险自主定价范围，但仍保留系数调整范围和折扣下限。同年9月，广西、陕西、青海三个区域完全自主定价试点启动，之后或将逐渐推广至全国。意味着车险市场利润被进一步摊薄，险企之间的竞争由价格转向产品和服务创新。随着商车费改的深入，市场份额进一步向大型险企集中，近年来“老三家”市场份额稳定在67%左右。行业整体来看财险“老三家”在品牌、资源、成本等优势地位尚未动摇，车险费率改革对中小财险公司的影响更为严峻。

图48：中国太保寿险和产险净利润贡献率 单位：%

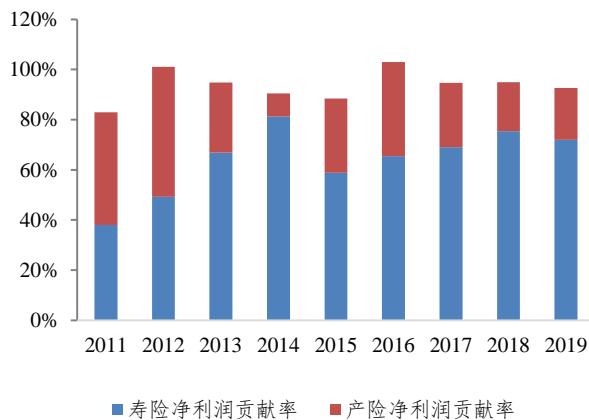
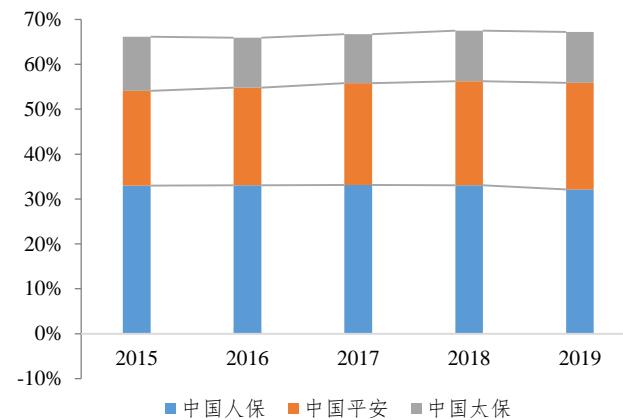


图49：“老三家”车险业务市场占有率 单位：%



资料来源：wind，长城证券研究所

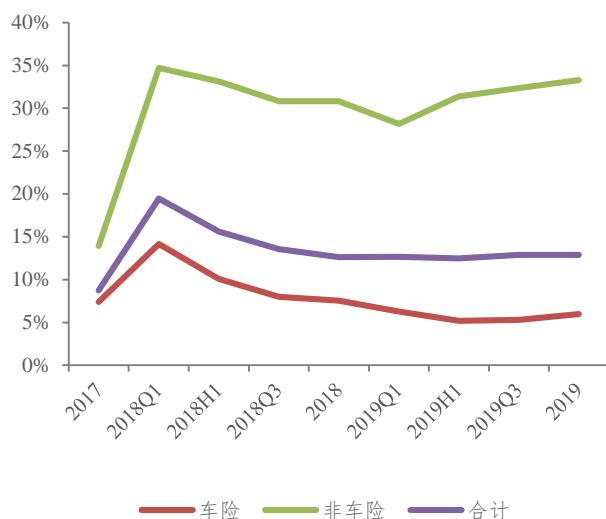
资料来源：公司财报，长城证券研究所。

3.1.2 太保车险实现承保盈利

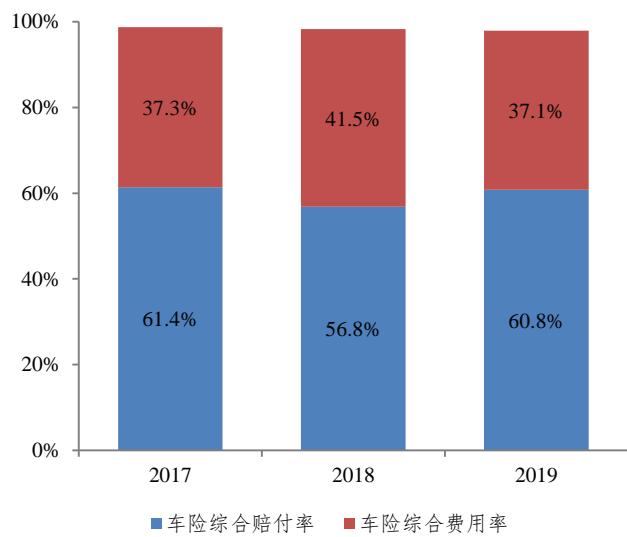
中国太保积极应对商车费改深化，坚持品质管控，强化费用管理。2019年车险手续费及佣金支出增速较同期明显降低，占车险原保费比重也由2018年的22.43%降低至2019年的14.20%。同时持续挤压赔付水分，使车险综合成本率维持在97.9%，同比下降0.4pct，为车险业务承保赢得利润空间。通过加强续保管理实现增长动能转换，直接掌握客户资源的能力提升。集团全面推动与子公司战略合作和资源共享，加强产寿协同发展，推进专属服务体系建设。寿销车业务同比增长10.9%，具有较大发展潜力。同时，聚焦新技术应用，创新服务供给，改善运营效率。车险线上理赔服务最快15分钟内赔款到账；科技个险APP全力赋能营销员队伍，平均月活跃用户数量已达到64万。

图 50: 中国太保产险保费结构及 COR 单位: %

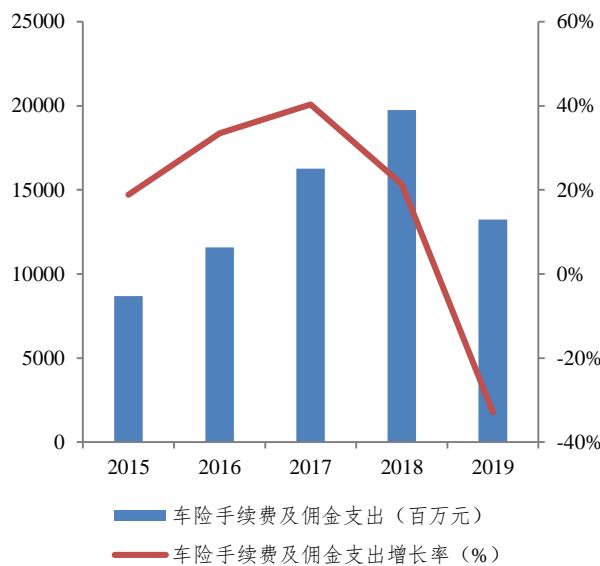

资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 51: 中国太保产险分险种保费增速 单位: %


资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 52: 中国太保车险综合赔付率和综合费用率


资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 53: 中国太保车险手续费及佣金支出及增长率


资料来源：公司财报，长城证券研究所

3.2 非车加快新型业务布局，农险发展迅速

中国太保积极服务国家战略，拓展非车发展空间。自 2017 年，非车险实现两位数增长，2018 年增速超 30%，2019 年非车保费收入 397.61 亿元，同比增长 33.3%，保持较高增长速度。受“利奇马”台风、非洲猪瘟疫情等因素影响，非车综合成本率 99.9%，较同期上升 0.7 个百分点。

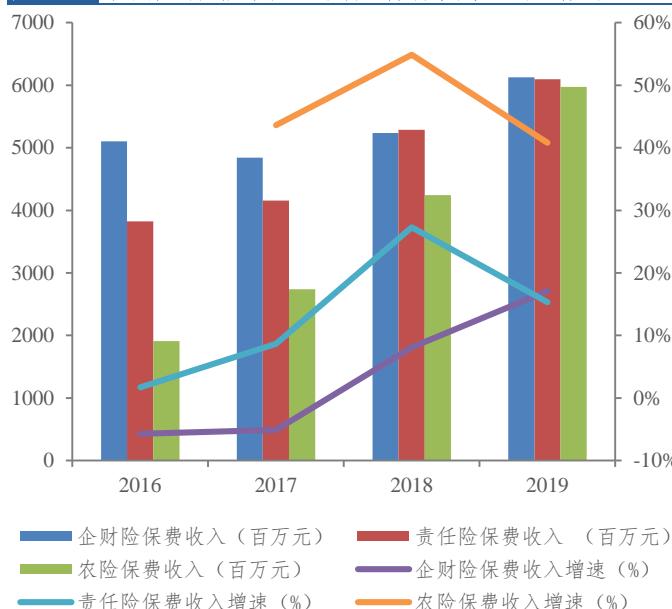
3.2.1 太保非车个险发展迅速

近几年，太保产险领域一项非常重要的工作就是增长动能的转换，转型的成效体现在农业保险、责任险和保证保险三大新领域。2019年企财险扭亏为盈，COR下降至96.0%；责任险保持较好的盈利水平；保证保险聚焦个人类和保证金替代类业务，收入同比增长60.0%，COR95.5%，业务品质良好。新兴业务领域的快速发展，将为中国太保未来注入新动能。

3.2.2 太保农险市场份额持续提升

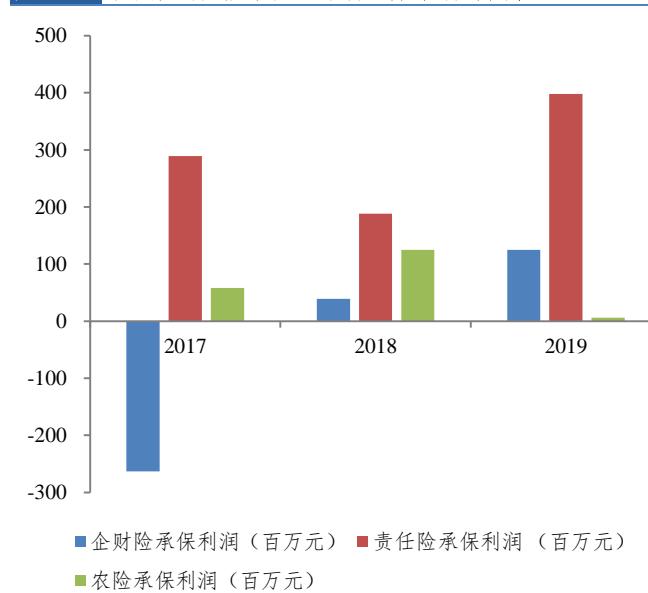
农险加快与安信农险的全面融合，发挥安信农险创新研发和产险机构网络优势，建立一体化农险业务发展平台。公司打造农险创新品牌，推进农险高质量发展。目前，中国太保已经成为第二家获得全国所有区域农险经营权的保险公司。2019年实现农险保费收入59.75亿元，同比增长40.8%，市场份额持续提升，未来发展可期。但由于受“利奇马”台风、非洲猪瘟疫情等因素影响，农险赔付率上升导致COR较同期上升4.8pct至99.8%，同时拉高非车整体COR。

图 54: 中国太保非车险主要险种保费收入及增速



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 55: 中国太保非车险主要险种承保利润



资料来源：公司财报，长城证券研究所

4. 升级资产管理模式，提升风险管理能力

我国保险资金运用的市场化改革持续深入，一系列的保险投资新政为险企开展资产配置提供了广泛的投资工具，同时对险企的资产管理能力提出更高要求。随着预期长期利率下行，负债端“倒逼”资产端的矛盾凸显，行业利差损风险加大，资产配置难度增大。中国太保进一步加强资管组织体系和机制建设，顺应市场变化趋势优化战略资产配置，风险管理能力显著提升。截至2019年末，太保集团管理资产达2.04万亿元，较上年末增长22.7%，其中集团投资资产1.42万亿元，较上年末增长15.1%。

4.1 资产配置结构合理

中国太保致力于资产管理模式升级，建立资产管理中心，完善大资管布局，已形成太保资产管理公司、长江养老、国联安在内的整体投资品牌。截至 2019 年末，太保资产第三方资产管理产品与外部委托资产规模合计 1281 亿元，较上年末增加 177 亿元，增长 16.0%。

■ 固定收益类投资占比具有绝对优势

债券占总资产比重稳定在 50% 左右，5 年以上债券占比近一半。定期存款占比逐年降低，由 2013 年的 21.6% 下降至 2019 年的 10.4%。中国太保固定收益类投资占比高于中国平安和中国人寿，2018 年占比浮动归因于其他固定收益类投资的减少。2019 年，公司在低利率环境下积极做好固定收益类资产配置，积极配置长期国债、高等级信用债，固收类投资占比 80.4%，较同期下降 2.7pct，其中降低债券投资 3.7pct。

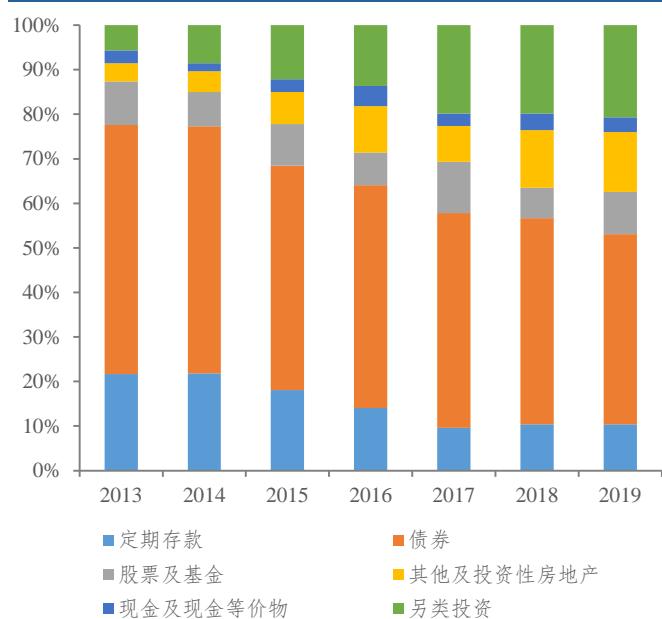
■ 权益类投资比重低于同业

与其他上市险企相比，中国太保股基（包括股票及股票型基金）投资占比一直稳定在 8%~10% 之间，所占总投资比重低于中国平安、中国人寿和新华保险。2019 年，公司权益类投资提升 3.2pct 至 15.7%，其中加大股票+权益型基金投资，占比提升 2.7pct 至 8.3%，实现 6.3% 的年化收益率，积极把握市场机会，创造了明显的收益。

■ 另类投资是公司投资的业务特色

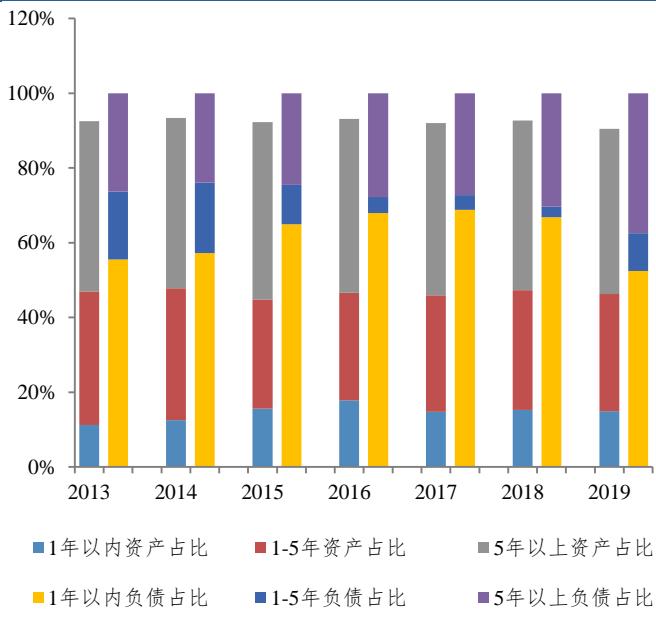
太保另类投资占比增长迅速，由 2013 年的 5.7% 增长至 2019 年的 20.7%。2019 年太保资产全年注册另类投资产品 28 个，注册金额总计 487.6 亿元，全年另类产品注册数量和金额继续位居行业前列。2019 年，太保资产在另类投资业务中，把握国家实施积极财政政策和基建补短板政策的机遇，加大对高信用等级基础设施类项目的投资力度，拓展与央企和大型地方国企在“降杠杆”方面的合作，成功实现一批重大项目的攻坚突破。

图 56: 中国太保资产配置结构 单位: %

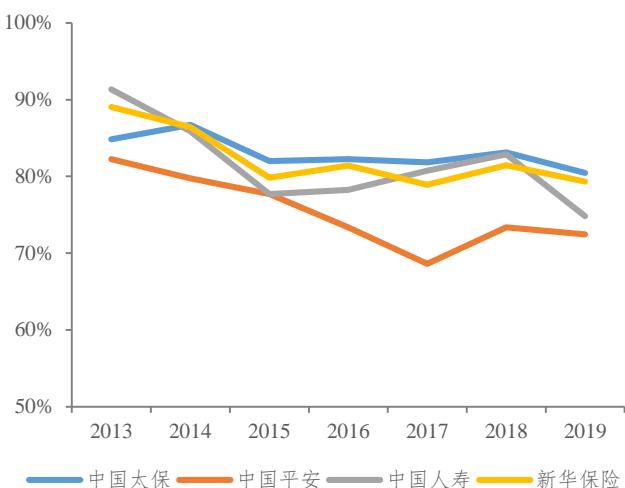


资料来源：公司财报，长城证券研究所

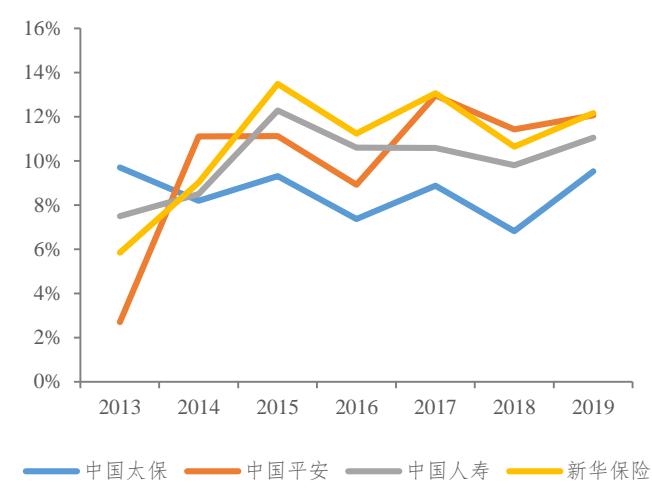
图 57: 中国太保资产负债期限结构 单位: %



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 58: 上市险企固定收益类投资占比 单位: %


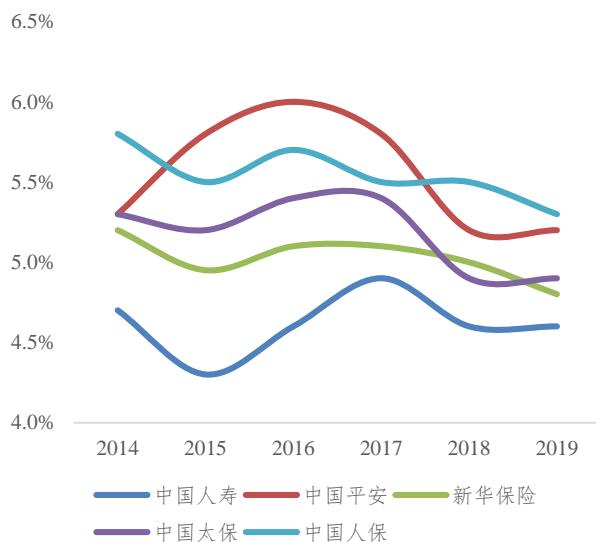
资料来源: wind, 长城证券研究所。固定收益类投资包括定期存款、债券、其他固定收益类投资。

图 59: 上市险企股票基金投资占比 单位: %


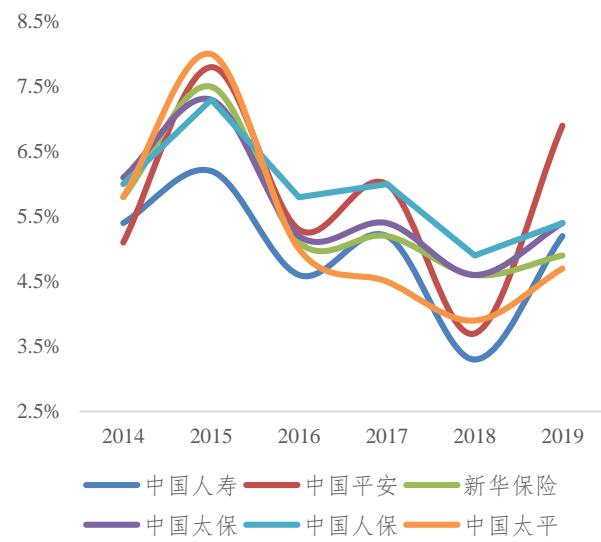
资料来源: wind, 长城证券研究所

4.2 投资稳健性优于同业

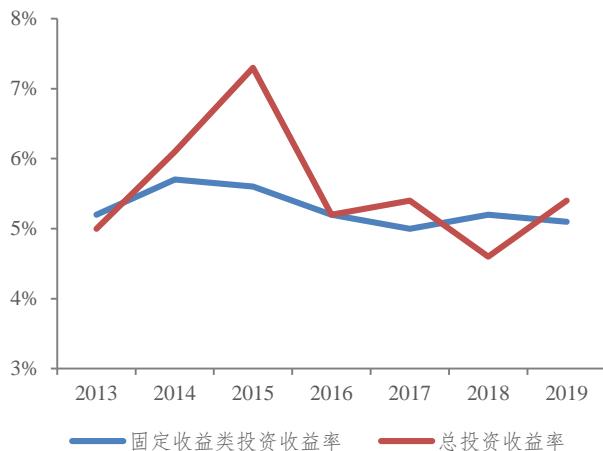
从投资收益率来看,中国太保净投资收益率围绕 5%上下浮动,基本保持稳定。即使在 2017 年上半年权益市场震动、上市险企(除中国太平)净投资收益率普遍下降的情况下,中国太保仍能保持较小波动幅度,投资稳定性显著优于同业。从不同资产配置结构的投资收益率情况来看,固定收益类投资收益率的浮动区间为 5%~6%;权益类投资收益率的浮动区间为 0%~20%,其波动浮动明显小于沪深 300 指数;非标投资项目具有外部信用评级的非公开市场融资工具占 98.9%,其中 AAA 级占比达 93.7%, AA+ 级及以上占比达 99.9%;高等级免增信的主体融资占 49.3%,其他项目都有担保或抵质押等增信措施。各项目投资收益率维持稳定,约为 5.6%。稳健的投资收益水平得益于太保集团较为完善的资产负债管理机制,始终坚持长期价值投资,并持续提升大资产配置能力。

图 60: 上市险企净投资收益率情况 单位: %


资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 61: 上市险企总投资收益率情况 单位: %


资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 62: 中国太保固定收益类及总投资收益率


资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 63: 中国太保权益类及沪深 300 指数投资收益率


资料来源：公司财报，长城证券研究所

表 4: 2019 年中国太保非公开市场融资工具结构及收益率 单位：%/年

行业	投资占比 (%)	名义投资收益率 (%)	平均期限 (年)	平均剩余期限 (年)
基础设施	27.2	5.7	7.0	5.0
非银金融	23.9	5.2	4.5	2.0
交通运输	15.2	5.7	5.9	4.0
不动产	14.6	5.5	9.0	5.9
能源、制造业	10.0	5.7	5.7	3.4
其他	9.1	5.8	7.8	6.4
总计	100.0	5.6	6.5	4.2

资料来源：公司财报，长城证券研究所

4.3 太保对利率敏感性逐步收敛

通过计算假设条件变化对寿险 NBV 及有效业务价值的影响，我们可以测度出寿险业务价值对投资收益率变化的敏感性情况。敏感性绝对值越大，说明投资收益率对 NBV 或有效业务价值的影响越大，反映出负债端对投资端较高的依赖性，业务价值对利差更敏感。可以看出，中国平安、中国太保和新华保险的 NBV 对投资收益率敏感度相对较低，中国太平、中国太保和中国人寿的有效业务价值对投资收益率敏感度相对较低。除中国太平外，其他上市险企在 2016 年-2019 年间，显示出业务价值对利率敏感程度逐年收敛的倾向。

由于不同险种业务价值对利差的依赖性有差异，传统储蓄型产品的价值来源于利差，对利率的敏感性价高，保障型产品的价值来源于利差和死差，对利率的敏感性较传统储蓄型小，分红型产品则可以通过降低客户收益减少利率敏感性。通过汇总 2016-2019 年中国太保寿险前五大产品信息，计算出不同险种分类占比情况，可以看出 2019 年太保寿险分

分红型产品占比 71.3%（2016 年、2017 年、2018 年分别占比 66.8%、83.4%、70.8%），较高的占比水平显著弱化了 NBV 对利率的敏感性。

表 5: 上市险企 NBV 及有效业务价值对投资收益率变化敏感度 单位: %

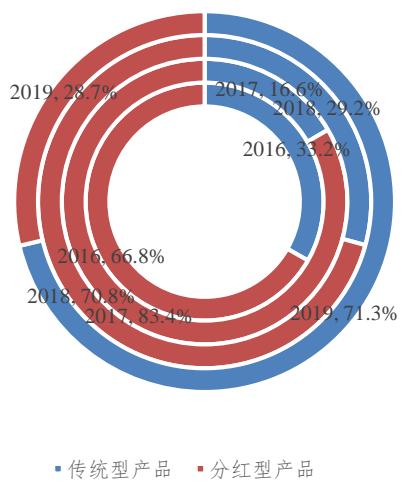
单位: 百万元	年份	NBV 对投资收益率变化敏感性		有效业务价值对投资收益率变化敏感性	
		投资收益率+50bp	投资收益率-50bp	投资收益率+50bp	投资收益率-50bp
中国太保	2016	14.1%	-14.1%	17.0%	-17.4%
	2017	11.4%	-11.4%	15.6%	-16.0%
	2018	13.0%	-13.0%	15.3%	-15.6%
	2019	13.6%	-13.6%	15.7%	-15.9%
中国平安	2016	9.5%	-9.5%	-	-
	2017	9.6%	-9.7%	-	-
	2018	9.3%	-9.3%	-	-
	2019	10.3%	-10.3%	-	-
中国人保	2016	55.2%	-54.0%	24.9%	-22.8%
	2017	40.4%	-39.5%	25.5%	-24.9%
	2018	30.3%	-29.6%	27.1%	-26.3%
	2019	33.1%	-33.1%	26.7%	-26.1%
中国人寿	2016	17.1%	-17.1%	16.9%	-16.8%
	2017	14.3%	-14.2%	17.0%	-16.9%
	2018	15.1%	-15.1%	17.6%	-17.5%
	2019	16.4%	-16.3%	17.9%	-17.8%
新华保险	2016	15.5%	-15.6%	19.7%	-19.8%
	2017	13.4%	-13.5%	19.0%	-19.1%
	2018	11.4%	-11.4%	18.1%	-18.2%
	2019	13.9%	-14.0%	18.9%	-19.0%
中国太平	2016	15.5%	-15.6%	10.9%	-11.0%
	2017	15.2%	-15.3%	11.4%	-11.4%
	2018	20.8%	-20.9%	13.4%	-13.5%
	2019	24.7%	-24.8%	14.4%	-14.4%

资料来源: 根据公司财报计算整理, 长城证券研究所

表 6: 2016-2019 年中国太保寿险前五大产品信息汇总 单位: 百万元

2016 年			2017 年			2018 年			2019 年		
1	金佑人生终	身寿险 A 款	分红型	14,212	金佑人生终	身寿险 A 款	分红型	19,149	金佑人生终	身寿险 A 款	分红型
	(2014 版)	(2014 版)			(2014 版)	(2014 版)			(2014 版)	(2014 版)	
2	幸福相伴 (尊	享型) 两全保	传统型	7,744	幸福相伴 (尊	享型) 两全保	传统型	7,460	幸福相伴 (尊	金诺人生重	大疾病保险
	险				险				险	(2017 版)	传统型
3	利赢年年年	分红型	6,403	利赢年年年	分红型	6,263	利赢年年年	分红型	7,235	金佑人生终	7,256
	金保险			金保险			金保险			(2017 版)	
4	鸿发年年全	分红型	5,523	东方红·满	堂红年金保	分红型	6,195	金诺人生重	6,023	东方红·满	5,726
	能定投			险	险			险		险 (分红型)	
5	安行宝两全	传统险	5,272	利赢年年年	分红型	5,848	利赢年年年	分红型	5,897	利赢年年年	5,292
	保险			金保险 B 款			金保险 B 款			金保险 (分红	
										型) (2018 版)	

资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 64: 中国太保寿险前五大产品按险种分类保费收入占比 单位: %


资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

4.4 风险管控能力表现突出

中国太保坚持合规经营, 提升风险管理能力。通过建立共享平台实现基础财务管理的规范化和扁平化, 全面落实偿二代要求, 优化风险限额约束和穿透管控机制, 推动基层机构分析管控规范化建设, 始终将防范系统性风险作为重要管理目标。太保集团综合偿付能力充足率始终保持较高水平, 自 2016 年正式实施“偿二代”以来, 太保寿险和太保产险的综合偿付能力充足率显著提升。截至 2019 年末, 集团、寿险和产险的综合偿付能力充

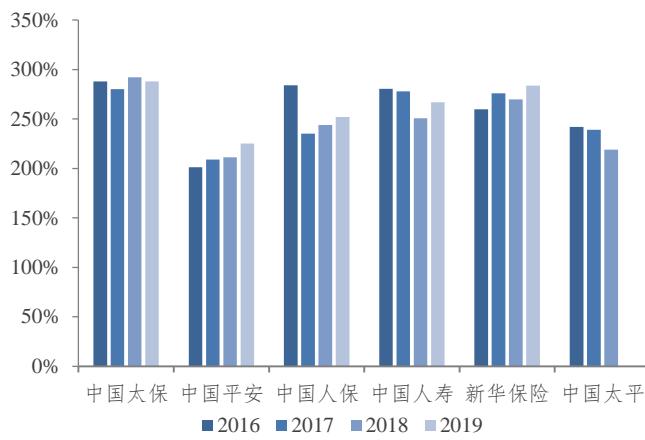
足率分别达到 295%、257% 和 293%，始终保持在优异水平，集团各保险子公司的风险综合评级结果均为良好。与其他上市险企相比，太保集团的偿付能力领先于同业，优于中国平安和中国人保，表现出较高的风险管理能力。

图 65：太保集团、太保寿险和太保产险综合偿付能力充足率 单位：%



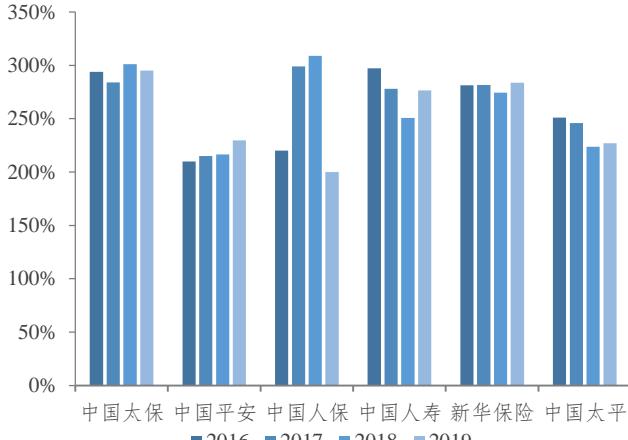
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 66：上市险企核心偿付能力充足率 单位：%



资料来源：公司财报，长城证券研究所。中国太保、中国平安和中国人保为集团数据，其他为寿险数据

图 67：上市险企综合偿付能力充足率 单位：%



资料来源：公司财报，长城证券研究所。中国太保、中国平安和中国人保为集团数据，其他为寿险数据

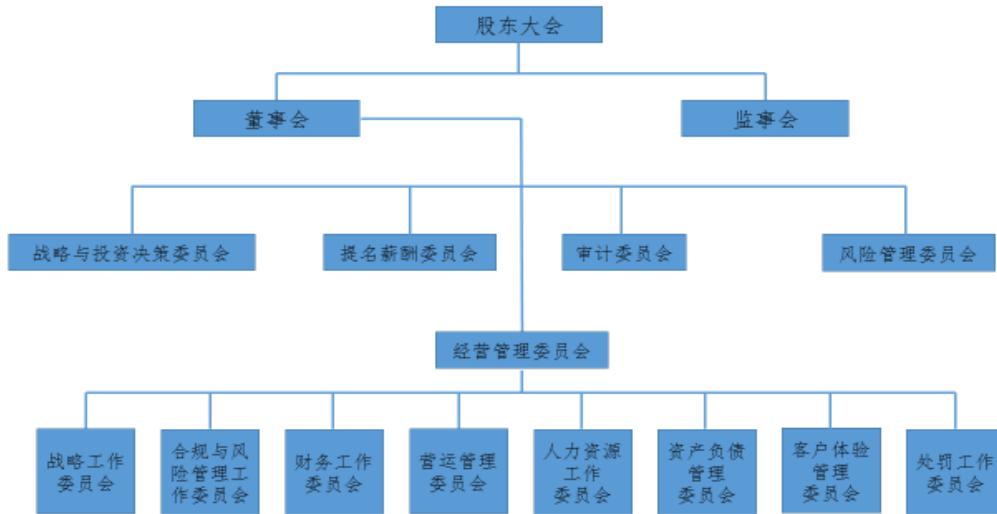
5. 上市首次架构调整，拟发 GDR 优化股权结构

5.1 太保集团上市以来首次调整组织架构

2019年初，中国太保上市11年来对集团总部首次进行组织架构改革，旨在打造“协同价值型总部”目标。改变之前的一二级部建制，整体组织架构更加扁平，在总部层面成立

了九大中心，包括战略管理、协同发展、科技运营、投资管理等；同时成立资产负债管理、财务等五个集团层面的专业委员会。集团围绕架构调整对配套机制和流程进行优化，通过领导人员调整太保新的高管体系基本形成。

图 68：太保集团组织架构图



资料来源：公司官网，长城证券研究所

5.2 拟发行 GDR 优化公司治理结构

2019 年 9 月 23 日公司拟发行 GDR 以新增发的公司人民币普通股 A 股作为基础证券，对应数量不超过本次发行上市完成前公司 A 股股份的 10%，即 628,670,000 股。11 月 8 日公司股东大会已表决通过。议案称募集资金将在扣除发行费用后，用于稳步推进公司国际化布局及补充资本金。

实际上公司 2019 年实现净利润 277.4 亿元，同比大增 54.0%，与三年前相比翻一番。剔除短期投资波动及重大项目调整，集团营运利润为 278.8 亿元，保持 13.1% 的稳健增速。集团 2019 年偿付能力充足率为 295%，偿付能力保持充足。显然，太保拟发行 GDR 主要着眼于更长远的战略规划。一方面，通过实现沪、港、伦三地上市，加强与全球投资者的联系，搭建境外融资平台，提升国际市场影响力，从而推进国际化布局的主要目标；另一方面，与 2012 年港股定增带来国际长线投资者一样，公司旨在通过 GDR 发行，吸引更多优质投资者，更引为战略合作者，以此优化股权结构，提高公司治理的专业性和国际化。

目前公司 GDR 发行的各项工作正有序进行，境内外的监管审批工作稳步推进。公司与监管层保持密切沟通，包括中国的各方监管机构及英国的金融监管局。投资者的推介工作也在持续展开，主要针对长线机构投资者。当前市场因素和疫情会对发行窗口有所影响，预计随着疫情趋于平稳、市场信心逐步修复，公司会择机完成 GDR 的发行。

6. 稳定的高分红率标的，存在重新定价空间

6.1 中低速增速阶段下分红在估值体系中重要性凸显

2017 年之前，保险行业处于中高速增长阶段，保费收入和新业务价值均保持较高增长速度，采用 P/EV 估值能够体现公司的成长性。采用盈利指标 P/E 或 $P/OPAT$ 来估值反而会造成大幅低估。（主要原因在于：一是当期盈利无法聚焦体现存量长期保单未来的大量盈利；二是当期盈利无法体现未来若干年的 NBV 价值；三是由于业务规模的限制和运营能力较弱，中高速阶段的公司通常有较大的费用超支，即实际费用大于长期的费用假设，也会压低当期盈利。那么以 EV/NBV 为基础的估值体系可以契合体现一家公司未来远期的现金流的价值和未来的新业务成长性，也较为合理。）随着各种监管政策与经济“滞涨”周期压力叠加，2018 年至今保险行业保费增速总体下降，业务结构趋于稳定，可以判断保险行业进入中低速增长周期。在未来 NBV 规模扩张空间有限的前提下，仅以 EV 为估值基础存在一定局限性。

保险行业发展阶段的变化也会驱动保险公司主动或被动调整其分红策略。在中高速发展阶段，保险公司为了支持未来业务扩张而预留较多资本，导致分红较少。这些分红收益在投资保险股的收益中占比很低，投资者相对于当期的现金收益（分红）而言，更聚焦公司的业务发展前景和未来资本收益。在行业进入到中低速阶段，保险公司业务规模普遍放慢，无须预留较多资本支持业务扩张，可以更多让利于市场，将更多资本用于分红。因此在当前发展阶段，分红对保险股投资的重要性大幅提升，利润释放、分红水平等因素也已经成为影响投资者预期的重要因素。保险公司的估值体系也由价值传导至利润，再传导至可分配现金流，从而形成完整估值链条，预计分红在其中的重要性逐步显现，当然需要考虑不同的投资者偏好。

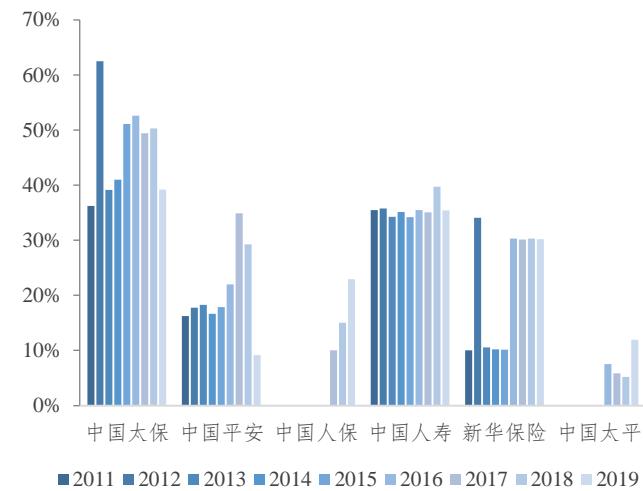
6.2 高位稳定分红率有望驱动估值重新定价

综合考虑保险行业基本面的变化（如 NBV 增速放缓、派息率提升等），预计未来估值的驱动因素除了传统的盈利能力指标之外，保险公司将有估值溢价，还需要具备下述特质： NBV 转化为利润和分红的路径更加清晰， NBV 、利润/营运利润、分红增速的一致性高且较为稳定。投资者对于公司披露的 EV/NBV 认可的前提，我们认为应该是这些未来的收益可以最终转化为利润和分红。尤其是，公司必须需要向投资者明确说明：1) EV/NBV 转化为利润/营运利润的逻辑与路径；2) 明确的分红政策，利润/营运利润如何演化为现金分红。

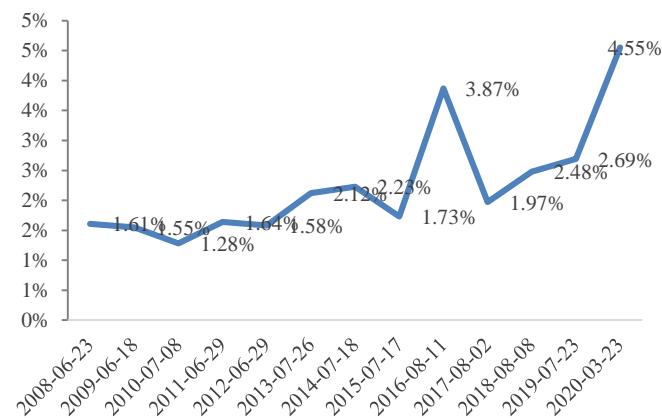
中国太保集团在分红政策上关注稳定性和可持续性，上市以来分红率持续稳定增加，2017~2019 年每股分红分别为 0.8 元、1 元、1.2 元，充分体现了公司对股东回报的重视。寿险公司的会计利润受利率和权益市场变动影响较大，波动性较强，在确定分红时需要兼顾当期会计利润和未来分红水平的稳定和持续。未来在考虑分红政策时，营运利润所占的比重会持续增强，同时结合净利润、偿付能力和业务发展来决定公司分红。持续稳定高位的分红水平有望使太保具备估值溢价的空间。

图 69: 上市以来险企年度股息率 单位: %

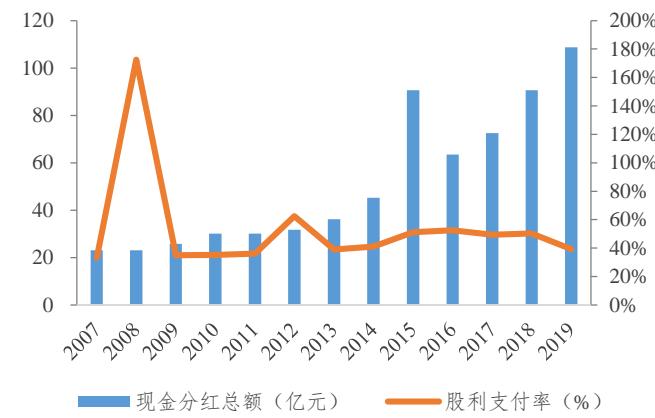

资料来源: wind, 长城证券研究所

图 70: 上市险企股利支付率 单位: %


资料来源: wind, 长城证券研究所

图 71: 中国太保派息日分红率 单位: %


资料来源: wind, 长城证券研究所

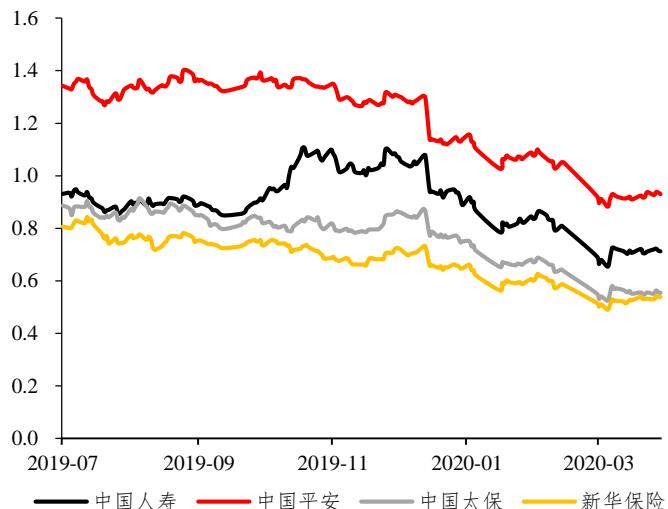
图 72: 中国太保现金分红总额和股利支付率


资料来源: wind, 长城证券研究所

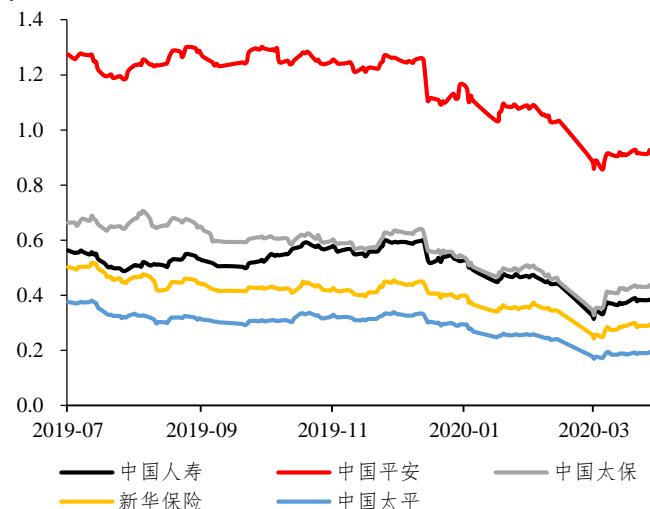
7. 盈利预测及投资建议

中国太保整体业绩增长稳定, 寿险剩余边际余额持续增厚, 产险承保盈利水平高, 2019年投资端表现+税费转结政策增厚公司利润。公司全面深入推进战略转型 2.0, 集团客户数达到 13,856 万人。“产品+服务”新发展模式迈出关键步伐, “太保家园”高端养老社区加快布局, “太保蓝本”全国亿元服务网络超过 2,800 家, 覆盖人数超过 750 万。公司着眼于长远战略规划, 不断优化公司治理结构, GDR 布局有序推进。科技赋能提升响应能力, 有效缓解疫情的短期冲击。

我们看好公司的发展前景, 且我们认为在行业增速放缓的时代背景下, 现金分红在险企 PEV 估值体系中的重要性提升, 太保在上市险企中的分红率居首, 可能面临重新定价, 需要引起重视。我们预计 2020~2022 年摊薄 EPS 为 3.19/3.55/4.03 元, 对应 P/EV 分别为 0.58/0.51/0.45 倍, 维持“推荐”评级。

图 73: 中国太保等 A 股估值图


资料来源: wind, 长城证券研究所。截至 2020 年 4 月 16 日

图 74: 中国太保等 H 股估值图


资料来源: wind, 长城证券研究所。截至 2020 年 4 月 16 日

8. 风险提示

中美贸易摩擦波动风险；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；新型冠状病毒疫情持续蔓延风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入合计	385,489.00	403,266.21	444,894.15	492,084.11	净利润构成				
营业支出合计	-357,422.00	-366,245.34	-404,636.52	-445,310.05	保险业务	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
营业利润	28,067.00	37,020.87	40,257.63	46,774.07	银行业务	-	-	-	-
加：营业外收入	82.00	123.67	102.89	102.85	投资业务 (信托、证券)	-	-	-	-
减：营业外支出	-183.00	-213.33	-248.78	-215.04	成长性				
利润/(亏损)总额	27,966.00	36,931.21	40,111.74	46,661.88	营业收入增长	8.78%	4.61%	10.32%	10.61%
减：所得税费用	388.00	-7,386.24	-7,220.11	-9,332.38	营业成本增长	-209.60%	2.47%	10.48%	10.05%
净利润	28,354.00	29,544.97	32,891.63	37,329.51	净利润增长	53.81%	4.20%	11.33%	13.49%
归属于母公司股东的净利润	27,741.00	28,906.22	32,180.53	36,522.46	综合收益总额增长	96.29%	-13.31%	11.63%	13.48%
少数股东损益	613.00	638.75	711.10	807.05	投资资产增长率	10.78%	11.32%	12.48%	11.49%
其它综合收益	10,346.00	4,004.80	4,559.37	5,169.91	净资产增长率	19.00%	9.63%	9.83%	10.15%
综合收益总额	38,700.00	33,549.76	37,450.99	42,499.42	总资产增长率	14.40%	11.32%	12.48%	11.49%
归属母公司股东的综合收益总额	37898.00	32854.49	36674.88	41618.68	盈利能力				
归属少数股东的综合收益总额	802.00	695.27	776.12	880.74	ROE	15.55%	14.80%	15.02%	15.49%
资产负债表	2019A	2020E	2021E	2022E	ROA	1.98%	1.83%	1.82%	1.84%
投资资产	1,346,823	1,499,244	1,686,371	1,880,151	营运效率				
非投资资产	181,510	168,026	188,998	210,715	综合成本率	98.60%	98.90%	98.70%	98.50%
资产合计	1,528,333	1,701,296	1,913,642	2,133,537	净投资收益率	5.03%	3.89%	3.96%	3.99%
保险合同准备金	1,068,428	1,193,153	1,346,790	1,504,202	总投资收益率	4.91%	3.80%	3.84%	3.90%
保户储金及投资款	75,576	84,910	96,068	107,441	保单继续率 (13 个月)	91.97%	91.97%	91.97%	91.97%
应付保单红利	25,447	28,590	32,347	36,176	偿付能力				
其他负债	175,562	193,672	217,714	242,582	寿险偿付能力充足率	259.43%	259.43%	259.43%	259.43%
负债合计	1,345,013	1,500,324	1,692,919	1,890,402	产险偿付能力充足率	291.01%	291.01%	291.01%	291.01%
股本	9,062	9,062	9,062	9,062	银行资本充足率	-	-	-	-
资本公积	66,650	66,650	66,650	66,650	集团偿付能力	292.53%	292.53%	292.53%	292.53%
盈余公积	4,835	6,280	7,889	9,715	每股指标 (元)				
一般风险准备	14,329	17,220	20,438	24,090	摊薄 EPS	3.06	3.19	3.55	4.03
未分配利润	70,602	79,274	88,928	99,885	每股净资产	19.69	21.56	23.65	26.02
外币报表折算差额	-	-	-	-	每股经营现金流	-	-	-	-
归属于母公司股东权益合计	178,427	195,353	214,295	235,788	每股经营现金/EPS	-	-	-	-
少数股东权益	4,893	5,618	6,428	7,347	每股内含价值	43.70	47.90	54.25	61.82
负债及股东权益	1,528,333	1,701,296	1,913,642	2,133,537	每股一年新业务价值	2.71	2.74	3.02	3.41
现金流量表	2019A	2020E	2021E	2022E	估值	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-	-	-	-	P/EV	0.64	0.58	0.51	0.45
投资活动现金流	-	-	-	-	VNBX	-5.83	-7.31	-8.75	-9.96
融资活动现金流	-	-	-	-	PE	9.10	8.74	7.85	6.92
净现金总变化	-	-	-	-	PB	1.42	1.29	1.18	1.07

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：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 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>

