

2019年03月24日

## NBV 转正，投资端表现优异

### 买入（维持）

**事件：**公司发布 2018 年年报，实现归属于母公司股东净利润 180.19 亿元，同比增长 22.9%，对应 EPS 为 1.99 元/股；期末归属于母公司股东净资产 1495.76 元，较年初增长 8.8%，对应 BVPS 为 16.51 元/股。

#### 投资要点：

- **NBV 转正，代理人清虚持续且启动 2.0 转型：**公司全年实现新业务价值 271.2 亿，同比+1.5%（上半年-17.5%），主要系下半年保障型产品驱动，长期健康险保费同比+60%至 330 亿，较上半年+43%增速继续提升，长期保障型新业务首年年化保费达 305 亿，同比+7.7%，占比提升 7.4 pct. 至 49.1%，业务结构持续优化，驱动新业务价值率提升 4.3pt 至 43.7%，创历史新高。代理人方面，全年月均人力规模小幅下滑 3.1%至 84.7 万，截至年末为 84.2 万，队伍仍在持续清虚并启动 2.0 转型，大力开展优质增员，全年月均健康和绩优人力分别+26%、+15%至 31.2、14.9 万，核心代理人队伍持续增长，同时人均月均首年佣金收入+6.5%至 1058 元（上半年-22%），预计系保障型产品的高提成激励导致（长期健康险手续费及佣金支出同比大幅+103.4%至 129 亿，上半年同比仅+27%）。
- **EV+17.5% 优于预期，投资端表现行业最优：**公司内含价值较年初增长 +17.5% 达 3361 亿（上半年同比+8.1%），主要系投资端表现行业最优。虽然净投资收益率、总投资收益率分别下降 50BP、80BP 至 4.9%、4.6%（主要系权益分红减少+股市波动影响权益类投资收益率下滑 6.5pct. 至 1.1%），但综合投资收益率逆势增长 30BP 至 5.1%，得益于公司高比例配置固收类资产的投资策略，实现债券类资产浮盈（资产负债表“其他综合收益”项同比大幅增长 86%至 27.9 亿）。截至年末，公司固收类资产配置占比高达 83%，远高于平安、新华的 77%、75%，对应贡献内含价值投资回报正偏差 2.3 亿（同业普遍负偏差显著）。
- **准备金影响出清贡献寿险盈利增长，产险综合成本率逆势优化：**公司全年归母净利润+22.9%至 180.2 亿元，较前三季度提速，源于：1) 寿险净利润同比+38.9%，主要系准备金影响出清（全年准备金补提增加税前利润 5 亿，去年反向冲减 90 亿）；2) 产险净利润同比-6.9%，较中报-22.5% 降幅显著收窄，主要系所得税率-7.3pt 至 46.3%，或源于下半年严监管控费效应。产险保费同比+12.6%至 1178 亿（其中车险同比+7.5% 优于同业），综合成本率逆势优化 40BP 至 98.4%（车险优化 40BP 至 98.3%），其中费用率、赔付率分别+3.3pt、-3.7pt，结构变动方向与行业一致。
- **盈利预测与投资评级：**公司高提成激励驱动 NBV 在 2018 年实现正增长，后续需观望代理人转型进程及状态调整，调整公司 2019、2020 年 NBV 增速分别至+2.9%、+9.9%，当前 A 股股价对应估值约 0.76 倍 2019PEV，估值仍具安全边际，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 寿险新单保费持续下滑；2) 长端利率持续下行冲击投资；3) 代理人队伍脱落或产能不及预期；4) 产险综合成本率不及预期。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	33.14
一年最低/最高价	27.05/37.96
市净率(倍)	2.01
流通 A 股市值(百万元)	208341.24

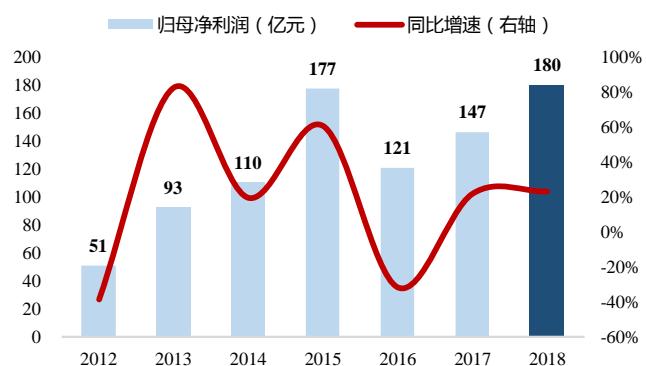
#### 基础数据

每股净资产(元)	16.51
资产负债率(%)	88.47
总股本(百万股)	9062.00
流通 A 股(百万股)	6286.70

#### 相关研究

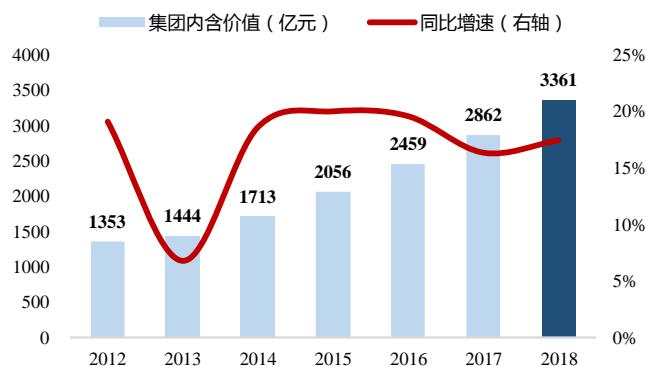
- 1、《中国太保 (601601)：2018 年三季报点评：新单降幅收窄，投资收益稳健》2018-10-28
- 2、《中国太保 (601601)：2018 年中报点评：NBV 符合预期，二季度保费优异》2018-08-28
- 3、《中国太保：2017 年年报点评 -NBV 增速领跑，长期价值成长无忧》2018-03-30

图 1：2012~2018 年归母净利润及同比增速



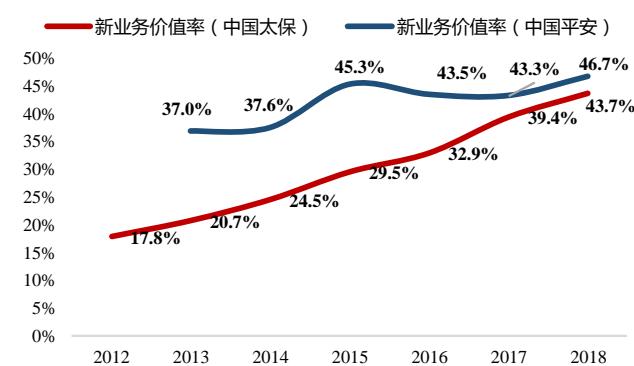
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 3：2012~2018 年集团内含价值及同比增速



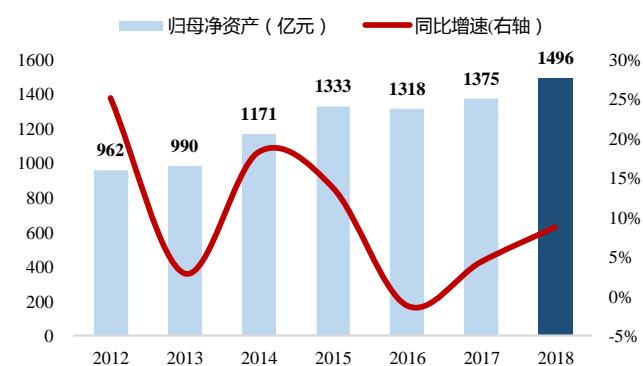
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 5：2012~2018 年公司及中国平安新业务价值率



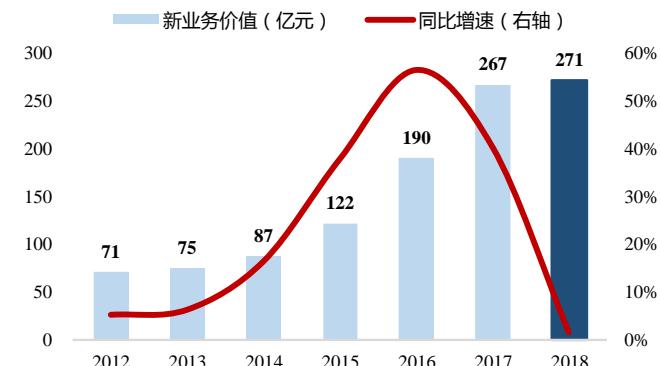
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 2：2012~2018 年归母净资产及同比增速



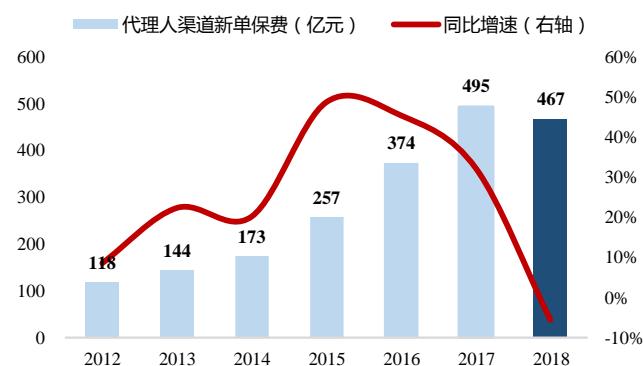
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 4：2012~2018 年新业务价值及同比增速



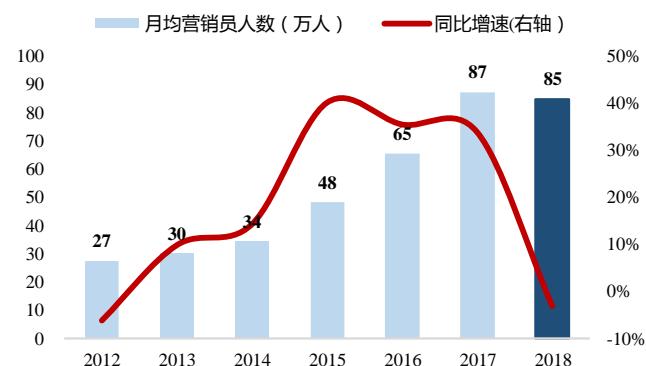
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 6：2012~2018 年代理人渠道新单保费及同比增速



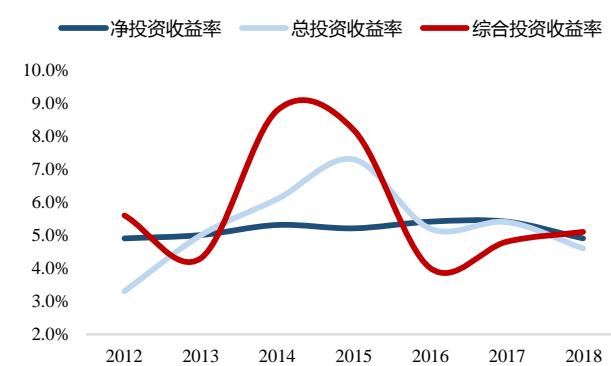
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 7：2012~2018 年月均人力规模及同比增速



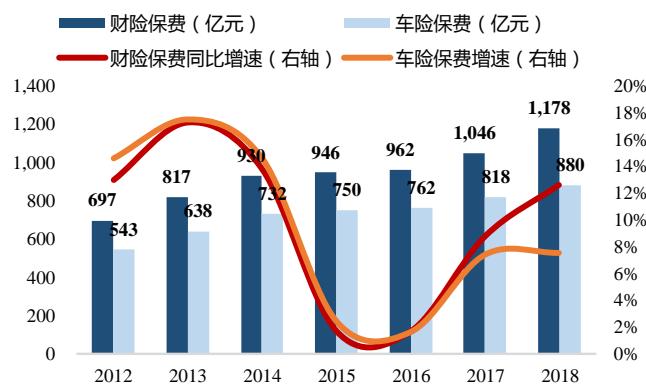
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 9：2012~2018 年公司净/总/综合投资收益率



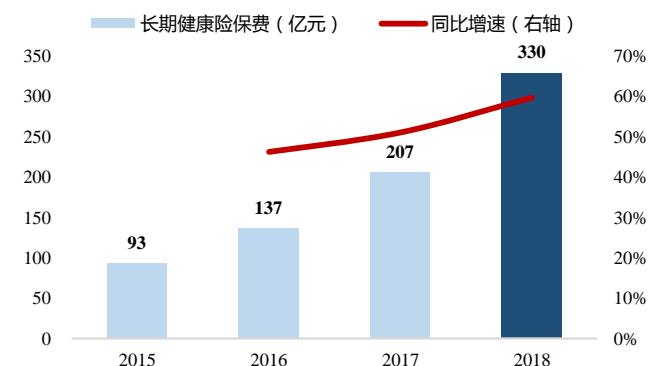
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 11：2012~2018 年公司净/总/综合投资收益率



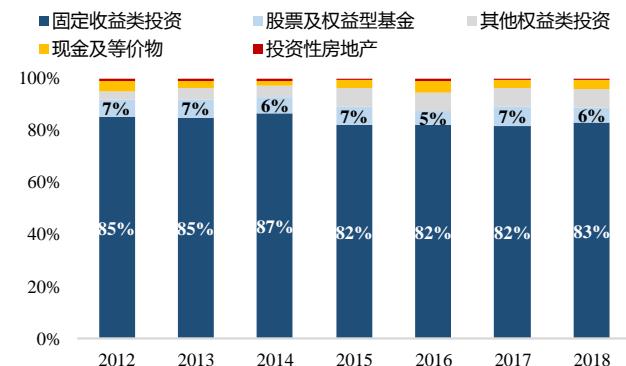
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 8：2015~2018 年长期健康险保费及同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

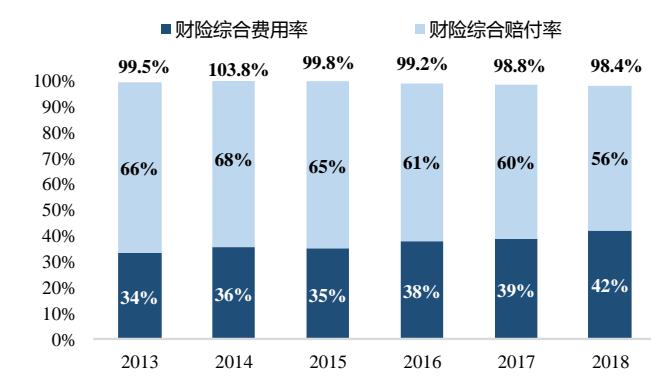
图 10：2012~2018 年公司资产配置结构



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

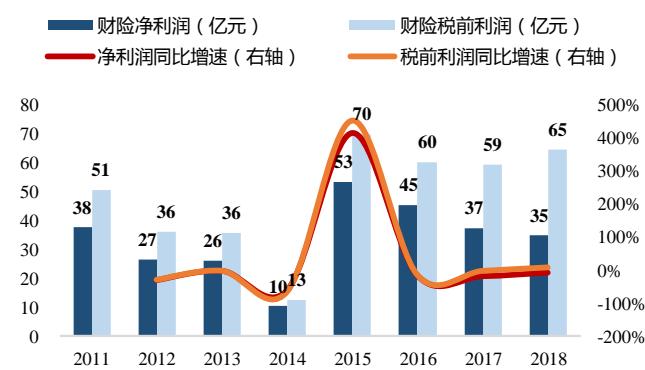
图 11：2012~2018 年公司净/总/综合投资收益率

图 12：2013~2018 年公司财险综合成本率



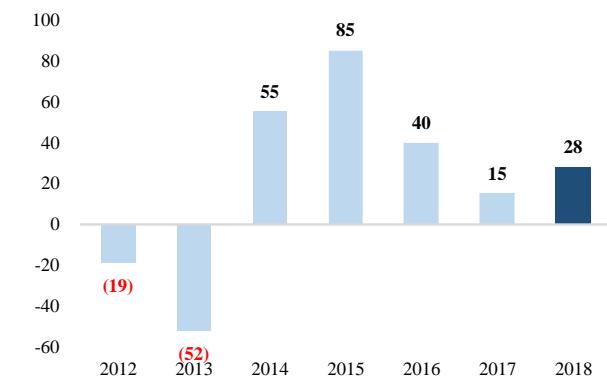
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 13：2011~2018 年财险税前利润/净利润及同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 14：2012~2018 年资产负债表其他综合收益的浮盈/亏



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	244,982	305,958	387,893
产险保费收入	96,195	104,614	117,808	133,123	150,762	172,713
归属母公司净利润	12,057	14,662	18,019	21,963	25,846	31,845
归属母公司净资产	131,764	137,498	149,576	162,066	174,383	193,373
新业务价值	19,041	26,723	27,120	27,906	30,669	34,454
内含价值	245,940	286,169	336,141	394,226	460,850	548,043
寿险总保费收入增速	26.5%	27.9%	15.3%	21.0%	24.9%	26.8%
产险保费收入增速	1.7%	8.8%	12.6%	13.0%	13.3%	14.6%
归属母公司净利润增速	-32.0%	21.6%	22.9%	21.9%	17.7%	23.2%
归属母公司净资产增速	-1.2%	4.4%	8.8%	8.3%	7.6%	10.9%
新业务价值增速	<b>56.5%</b>	<b>40.3%</b>	<b>1.5%</b>	<b>2.9%</b>	<b>9.9%</b>	<b>12.3%</b>
内含价值增速	<b>19.6%</b>	<b>16.4%</b>	<b>17.5%</b>	<b>17.3%</b>	<b>16.9%</b>	<b>18.9%</b>
EPS	1.33	1.62	1.99	2.42	2.85	3.51
BPS	14.54	15.17	16.51	17.88	19.24	21.34
VNPS	2.10	2.95	2.99	3.08	3.38	3.80
EVPS	27.14	31.58	37.09	43.50	50.86	60.48
P/E (A)	24.91	20.48	16.67	13.67	11.62	9.43
P/B (A)	2.28	2.18	2.01	1.85	1.72	1.55
VNBX (A)	15.77	11.24	11.07	10.76	9.79	8.72
P/EV (A)	<b>1.22</b>	<b>1.05</b>	<b>0.89</b>	<b>0.76</b>	<b>0.65</b>	<b>0.55</b>
P/E (H)	19.88	16.35	13.30	10.91	9.27	7.53
P/B (H)	1.82	1.74	1.60	1.48	1.37	1.24
VNBX (H)	12.59	8.97	8.84	8.59	7.81	6.96
P/EV (H)	<b>0.97</b>	<b>0.84</b>	<b>0.71</b>	<b>0.61</b>	<b>0.52</b>	<b>0.44</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，并注明出自为东吴证券研究所，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>