

2019年10月30日

公司研究•证券研究报告

中国太保 (601601.SH)

公司快报

新单依旧承压、更应展望 2020 开门红

投资要点

- ◆ **事件:** 公司前三季度营收 3112.26 亿元、同比+7.39%，归母净利润 229.14 亿元、同比+80.21%；Q3 营收 908.40 亿元、同比+6.72%、环比+4.13%，归母净利润 67.31 亿元、同比+50.89%、环比-37.12%。
- 公司业绩基本符合预期，业绩增长系资本市场回暖带来投资收益增厚、手续费及佣金税优政策及其带来的实际税率下滑。此外准备金计提压力暂缓也释放部分利润。
- ◆ **寿险-新单依旧承压、预计对全年 NBV 增速造成压制:** 前三季度个险代理人保费同比+6.83%，但新单同比-12.27%，可见行业转型之下保费承压之重。新单增速 Q1/Q2/Q3 分别为-13.09%/-3.43%/-18.52%，我们判断系公司转型保障产品下销售难度加大，叠加代理人规模或下滑导致，值得注意的是 Q3 以来公司投放高 NBVM 产品，预计对全年 NBV 增速起到一定支撑作用。转型艰难之下，续期保费拉动效应明显，续期保费占总保费比 73%，长险+期缴的行业方向可以有效维持险企保费收入的平稳增长。前三季度期缴保费占新单保费 85%，较 H1 的 87%有所回落。
- ◆ **产险业务-稳居行业第三、车险占比有所下滑:** 前三季度公司产险实现保费收入 1005 亿元，市占率 12%，稳居行业第三（人保 38%、平安 23%）。车险保费占比同比-5pct 至 67%（Q1/Q2/Q3 为 67%/68%/66%），非车险业务发展迅速。在车险行业竞争格局尚不明朗下发展非车险业务值得期待。
- ◆ **投资风格稳健:** 投资组合灵活，权益资产占比 14.5%、较上年末+2pct（股基占比 7.8%、较上年末+2.2pct），固收投资占比 82.2%（平安<80%），投资风格较为稳健。前三季度总投资收益率 5.1%（同比+40bp）、净投资收益率 4.8%（基本持平）。
- ◆ **投资建议:** 看好公司寿险业务中长期成长前景，新单承压下 NBVM 支撑起 NBV 增速改善，目前市价对应 2019E P/EV 0.75x，处于历史和同业较低位。我们认为 2019 年 NBV 改善较为有限，更应关注 2020 开门红及公司的产品策略调整，维持买入-A。
- ◆ **风险提示:** 长端利率、资本市场景气下行，保障产品销售不及预期，产险竞争恶化

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	319,809	354,363	383,267	435,161	505,888
同比增长(%)	19.8%	10.8%	8.2%	13.5%	16.3%
营业利润(百万元)	21,023	28,255	35,810	39,518	42,240
同比增长(%)	30.8%	34.4%	26.7%	10.4%	6.9%
净利润(百万元)	14,991	18,434	26,672	29,453	31,495
同比增长(%)	22.0%	23.0%	44.7%	10.4%	6.9%
每股收益(元)	1.6	2.0	2.9	3.2	3.4
PE	21.3	17.4	12.0	10.9	10.2
PB	2.3	2.1	1.8	1.6	1.4

非银行金融 | 保险 III

投资评级 买入-A(维持)

股价(2019-10-30) 34.55 元

交易数据

总市值 (百万元)	313,092.10
流通市值 (百万元)	217,205.49
总股本 (百万股)	9,062.00
流通股本 (百万股)	6,286.70
12 个月价格区间	27.05/40.40 元

一年股价表现


资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.16	-12.58	-9.76
绝对收益	-0.92	-12.64	5.87

分析师

崔晓雁
SAC 执业证书编号: S0910519020001
021-20377098

报告联系人

范清林
fanqinglin1@huajinsec.cn
021-20377065

相关报告

中国太保: NBV 下滑收窄，看好下半年新业务价值率回升 2019-08-26

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	319,809	354,363	383,267	435,161	505,888	年增长率					
减:营业成本						营业收入增长率	19.8%	10.8%	8.2%	13.5%	16.3%
营业税费	966	900	1,150	1,305	1,518	营业利润增长率	30.8%	34.4%	26.7%	10.4%	6.9%
销售费用						净利润增长率	22.0%	23.0%	44.7%	10.4%	6.9%
管理费用						EBITDA 增长率					
财务费用						EBIT 增长率					
资产减值损失	713	1,102	1,336	1,411	1,575	NOPLAT 增长率					
加:公允价值变动收益	1,443	-2,168	898	-	-	投资资本增长率					
投资和汇兑收益	51,806	53,530	57,597	63,510	67,340	净资产增长率					
营业利润	21,023	28,255	35,810	39,518	42,240	盈利能力					
加:营业外净收支	79	-247	-247	-247	-247	毛利率	7%	8%	9%	9%	8%
利润总额	21,102	28,008	35,563	39,271	41,993	营业利润率					
减:所得税	6,111	9,574	8,891	9,818	10,498	净利润率	5%	5%	7%	7%	6%
净利润	14,991	18,434	26,672	29,453	31,495	EBITDA/营业收入					
资产负债表						EBIT/营业收入					
货币资金	11,660	15,323	16,874	18,833	21,398	偿债能力					
交易性金融资产	16,187	11,835	13,033	14,546	16,528	资产负债率					
应收帐款						负债权益比					
应收票据						流动比率					
预付帐款						速动比率					
存货						利息保障倍数					
其他流动资产						营运能力					
可供出售金融资产	368,868	415,868	457,961	511,136	580,758	固定资产周转天数					
持有至到期投资	287,497	284,744	313,565	349,974	397,644	流动营业资本周转天数					
长期股权投资	5,271	17,472	19,240	21,475	24,400	流动资产周转天数					
投资性房地产	8,727	8,542	9,407	10,499	11,929	应收帐款周转天数					
固定资产	12,986	15,058	14,865	15,608	16,389	存货周转天数					
在建工程	4,176	3,386	3,046	2,740	2,465	总资产周转天数					
无形资产	1,545	2,886	3,157	3,453	3,778	投资资本周转天数					
其他非流动资产						费用率					
资产总额	1,171,224	1,335,959	1,411,331	1,575,203	1,789,761	销售费用率					
短期债务						管理费用率					
应付帐款						财务费用率					
应付票据						三费/营业收入					
其他流动负债						投资回报率					
长期借款						ROE					
其他非流动负债						ROA					
负债总额	1,030,105	1,181,911	1,227,608	1,374,888	1,562,635	ROIC					
少数股东权益	3,621	4,472	5,333	5,815	6,593	分红指标					
股本	9,062	9,062	9,062	9,062	9,062	DPS(元)					
留存收益						分红比率					
股东权益	141,119	154,048	183,723	200,315	227,126	股息收益率					
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润						EPS(元)	1.6	2.0	2.9	3.2	3.4
加:折旧和摊销						BVPS(元)	15.2	16.5	19.7	21.5	24.3
资产减值准备						PE(X)	21.3	17.4	12.0	10.9	10.2
公允价值变动损失						PB(X)	2.3	2.1	1.8	1.6	1.4
财务费用						P/FCF					
投资损失						P/S					
少数股东损益						EV/EBITDA					
营运资金的变动						CAGR(%)					
经营活动产生现金流量						PEG					
投资活动产生现金流量						ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量											

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn