

2020年04月25日

证券分析师 胡翔

执业证号: S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

投资稳健支撑业绩高增，新单增速符合预期 买入（维持）

事件：公司发布2020年一季报，实现归属于母公司股东净利润83.9亿元，同比增长53.1%，对应EPS为0.93元/股；归属于母公司股东的净资产1859.3亿元，较年初增长4.2%，对应BVPS为20.52元/股；ROE为4.6%，同比提升1.1pct.。

投资要点

- **资产配置风格稳健，投资收益驱动归母净利润高增53.1%。**公司2020年第一季度实现归母净利润83.9亿元，同比+53.1%，增速在同业中拔得头筹，我们认为业绩高增的主要原因是公司保持稳健的投资风格，把握时机兑现浮盈。1)一季度市场利率大幅下行，公司秉持稳健的投资理念，主动减少固收及权益类资产配置（占比合计降低1.0pct.，现金、现金等价物及其他占比提升1.0pct.）兑现投资收益，实现净投资收益率4.2%、总投资收益率4.5%，同比分别-0.2pct.、-0.1pct.，超市场预期。2)2020Q1公司账面总投资收益（利润表投资收益+公允价值变动损益）同比增加34.7亿，其中公允价值变动亏损0.8亿（上年同期为+10.7亿）；3)受假设调整等会计估计变更影响，公司保险责任准备金较19Q1增提80.3亿元，准备金补提压力持续。
- **疫情影响下负债端承压，代理人渠道新单保费同比-31.1%符合预期。**受疫情影响，寿险传统的线下销售、增员、基础管理等活动推进受限，短期内对寿险业务发展影响较大；同时，公司坚定推进寿险渠道转型，更加注重代理人质态提升，一季度手续费及佣金投入下滑21.9%；两方面因素共同影响下公司代理人渠道新单保费同比-31.1%至120.2亿元，符合市场预期。公司在疫情期间采取多项举措积极推动线上化经营，包括线上积累客户、开展营销员培训、升级线上智慧服务等，实现续期业务保费同比+6.1%。目前国内疫情防控已取得良好效果，复工复产正在全面推进，我们预计二季度公司负债端将迎来改善。
- **车险保费占比继续下降，非车险驱动产险保费增长。**受疫情影响一季度新车销量大幅下降，公司车险业务受冲击较大，保费收入同比-0.5%至235.2亿，占比下滑6.6pct.至60.2%。非车险业务持续高增32.5%，实现保费收入155.2亿，驱动非车险占比提升至39.8%。展望后续，预计车险保费将在新车消费刺激政策下回暖，疫情后健康保障、复工复产等领域也将迎来发展机遇，健康险、农险、责任险等险种将保持较快增长。
- **盈利预测与投资评级：**公司持续推进转型2.0，聚焦价值、队伍、赋能，看好公司营销队伍结构升级驱动长期价值增长。预计公司2020年、2021年NBV增速分别为4.1%、11.3%，目前A股、H股估值分别为0.56、0.42倍2020PEV，配置价值显著，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1)转型难度超预期，新单大幅下滑；2)长端利率下行超预期；3)权益市场波动；4)GDR发行压制股价。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.42
一年最低/最高价	26.00/40.40
市净率(倍)	1.39
流通A股市值(百万元)	178668.01

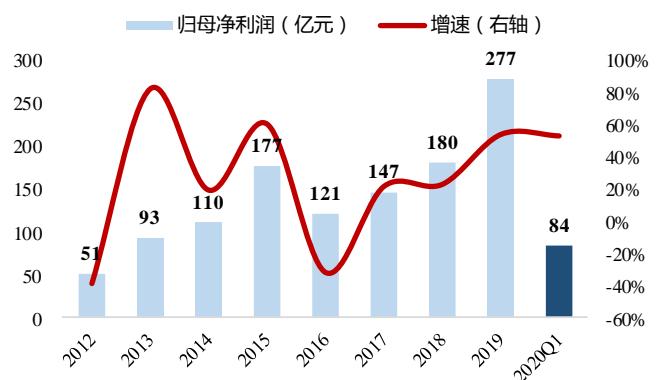
基础数据

每股净资产(元)	20.52
资产负债率(%)	88.15
总股本(百万股)	9062.00
流通A股(百万股)	6286.70

相关研究

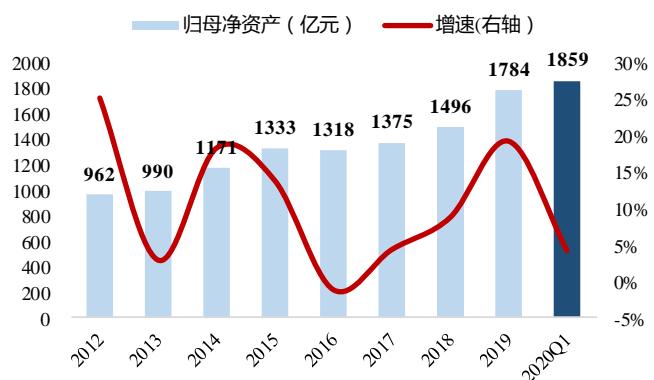
- 1、《中国太保(601601):转型进行时，短期波动不扰长期价值》2020-03-22
- 2、《中国太保(601601):全面推进转型2.0，看好长期价值增长》2020-03-08
- 3、《中国太保(601601):新单短期下滑不扰长期向上，期待转型2.0成效》2019-10-31

图 1: 2012~2020Q1 公司归母净利润及同比增速



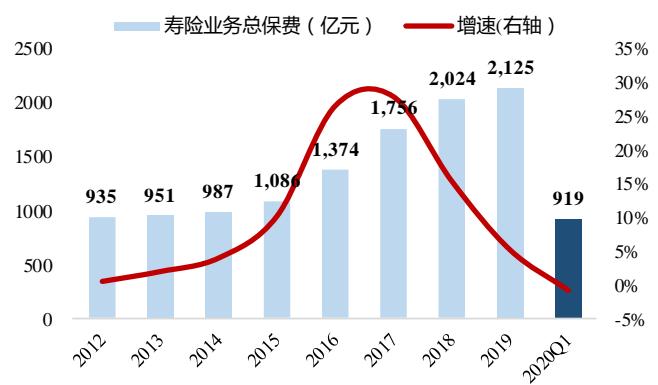
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 2: 2012~2020Q1 公司归母净资产及增速



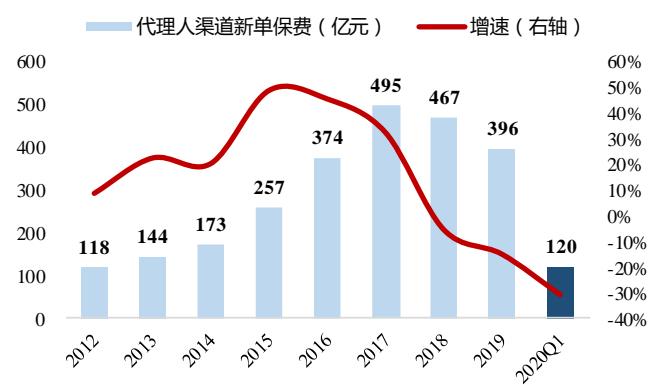
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 3: 2012~2020Q1 公司寿险总保费及同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 4: 2012~2020Q1 公司个险新车单保费及同比增速



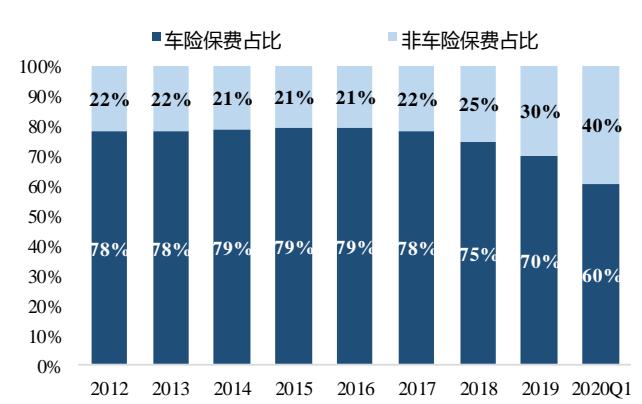
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 5: 2012~2020Q1 公司财险保费及同比增速



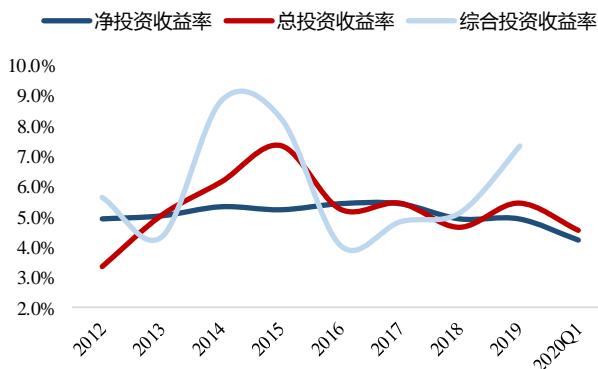
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 6: 2012~2020Q1 公司车险/非车险保费占比



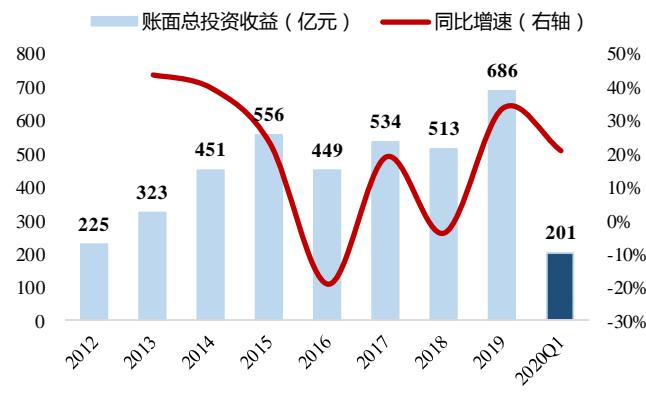
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 7：2012~2020Q1 公司净/总/综合投资收益率



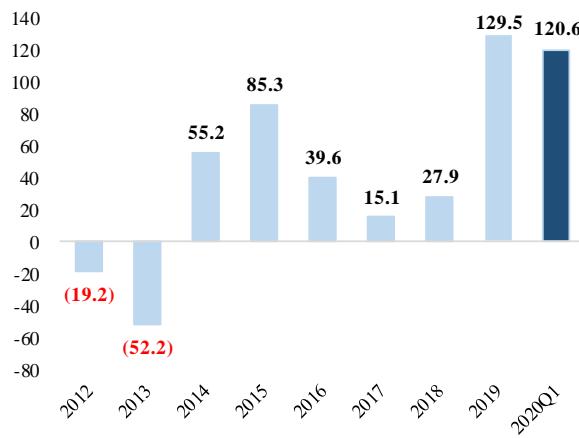
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 9：2012~2020Q1 公司账面总投资收益及同比增速



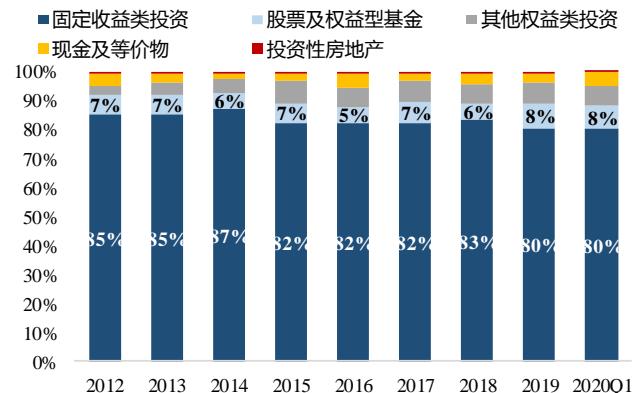
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 8：2012~2020Q1 公司资产负债表“其他综合收益”



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 10：2012~2020Q1 公司投资资产配置结构



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	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
寿险总保费收入	175,628	202,414	212,364	274,067	359,182	474,470
产险保费收入	104,614	117,808	132,979	152,080	174,226	201,403
归属母公司净利润	14,662	18,019	27,741	29,163	32,558	37,835
归属母公司净资产	137,498	149,576	178,427	195,252	214,258	237,062
新业务价值	26,723	27,120	24,597	25,610	28,492	32,437
内含价值	286,169	336,141	395,987	459,446	534,515	618,511
寿险总保费收入增速	27.9%	15.3%	4.9%	29.1%	31.1%	32.1%
产险保费收入增速	8.8%	12.6%	12.9%	14.4%	14.6%	15.6%
归属母公司净利润增速	21.6%	22.9%	54.0%	5.1%	11.6%	16.2%
归属母公司净资产增速	4.4%	8.8%	19.3%	9.4%	9.7%	10.6%
新业务价值增速	40.3%	1.5%	-9.3%	4.1%	11.3%	13.8%
内含价值增速	16.4%	17.5%	17.8%	16.0%	16.3%	15.7%
EPS	1.62	1.99	3.06	3.22	3.59	4.18
BPS	15.17	16.51	19.69	21.55	23.64	26.16
VNPS	2.95	2.99	2.71	2.83	3.14	3.58
EVPS	31.58	37.09	43.70	50.70	58.98	68.25
P/E (A)	17.57	14.29	9.28	8.83	7.91	6.81
P/B (A)	1.87	1.72	1.44	1.32	1.20	1.09
VNBX (A)	9.64	9.50	10.47	10.06	9.04	7.94
P/EV (A)	0.90	0.77	0.65	0.56	0.48	0.42
P/E (H)	13.23	10.77	6.99	6.65	5.96	5.13
P/B (H)	1.41	1.30	1.09	0.99	0.91	0.82
VNBX (H)	7.26	7.15	7.89	7.58	6.81	5.98
P/EV (H)	0.68	0.58	0.49	0.42	0.36	0.31

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>