

2020年11月01日

公司研究●证券研究报告

# 中国太保 (601601.SH)

## 公司快报

### Q3 个险新单继续下滑，银保/电网销发力

#### 投资要点

◆ **事件：**公司发布 2020 年三季报，前三季度营收 3419.20 亿元、同比+9.86%，归母净利润 196.48 亿元、同比-14.25 亿元；Q3 营收 1064.39 亿元、同比+17.17%、环比+9.43%，归母净利润 54.09 亿元、同比-19.64%、环比-7.55%。Q3 归母净利润下滑主要系会计估计变更，增提 54.56 亿元准备金，相应减少当期利润。

◆ **寿险调整中，代理人渠道贡献保费持续承压：**【新单保费】受疫情与改革的双重影响，公司是上市险企中个代贡献保费占比最多，受到影响最大。从个代保费贡献来看，Q3 仍在下滑，Q1/Q2/Q3 贡献保费比为 89.66%/88.80%/86.80%。其中 Q3 个代新单保费仍不见好转，同比-25.06%（Q2-20.53%），其他渠道 Q3 同比+119.32%，保费贡献比 10.33%（Q2 为 3.90%）。我们判断，后疫情时代保障型保险的售卖仍没有大规模好转，此外在规模压力影响下，险企转向银保/电网销等受影响较小的渠道。【价值率】公司今年以来在坚守价值路径下，主打“金福优享”与“金贝优享”等高 NBVM 产品，上半年 NBVM 仅同比-2pct，维持在 37.04% 的较高位置。Q3 预计受全年规模压力，以及提前开启开门红分散效应，进而发力低价值率渠道，预计对 NBVM 有所拖累。

◆ **产险业务向好：**今年以来公司产险业务增长态势良好，尤其是非车业务。Q3 非车同比+33.19%，前三季度同比+30.94%。Q3 公司整体产险业务保费收入同比+20.84%，继续保持良好增长态势，前三季度同比+14.86%，居上市险企首位。投资方面，增配股票与权益基金，前三季度总投资收益率同比+0.4pct 至 5.5%。

◆ **投资建议：**公司经营一向稳健偏保守，近几年更是淡化开门红，均衡全年保费。而在疫情影响之下，保费规模受损严重。在平衡规模与价值两端，公司提前两月开启开门红，“鑫享事成”售卖进度良好，边际改善效应。同时在低基数效应下，预计 Q4 及明年 Q1 迎来较大改善。目前对应 2020E P/EV 0.69x，维持买入-A 建议。

◆ **风险提示：**冬季疫情反复影响线下展业、长端利率下行

#### 财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	354363	385489	411522	453093	513344
同比增长（%）	10.80%	8.78%	6.75%	10.10%	13.30%
归母净利润（百万元）	18019	27741	27754	35037	43882
同比增长（%）	22.90%	53.95%	0.05%	26.24%	25.25%
ROE（%）	12%	16%	13%	14%	15%
EPS（元）	1.99	3.06	2.89	3.64	4.56
EVPS（元）	37.09	43.70	46.41	52.92	61.39
PE	16.04	10.42	11.06	8.76	7.00
PEV	0.86	0.73	0.69	0.60	0.52

数据来源：wind，华金证券研究所

非银行金融 | 保险 III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2020-10-30)

31.91 元

#### 交易数据

总市值（百万元）	306,985.10
流通市值（百万元）	218,425.27
总股本（百万股）	9,620.34
流通股本（百万股）	6,845.04
12 个月价格区间	26.00/40.08 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.04	10.86	-14.2
绝对收益	2.24	8.28	-4.11

#### 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@huajinsc.cn  
021-20377065

#### 相关报告

中国太保：H120 新单/价值率双双下滑拖累 NBV 同比-25% 2020-08-23

中国太保：GDR 落地，折价 3%-10% 2020-06-14

中国太保：归母净利润同比+53%、但 FYP 同比-31%需注意 2020-04-26

中国太保：FYP 下滑使得 NBV 承压、代理人改善仍是核心 2020-03-23

中国太保：行稳致远、价值典范 2020-01-05

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
已赚保费	299,724	313,246	336,464	367,611	414,025	货币资金	15,323	14,872	17,507	20,398	23,980
投资净收益	53,812	68,256	71,191	81,228	94,640	买入返售金融资产	23,095	28,045	33,015	38,466	45,221
营业收入	354,363	385,489	411,522	453,093	513,344	交易性金融资产	11,835	4,931	5,805	6,763	7,951
退保金	12,641	11,104	10,895	11,671	13,047	定期存款	128,396	147,756	173,939	202,659	238,248
赔付支出	107,216	128,541	135,405	149,636	169,244	可供出售金融资产	415,868	511,822	602,518	702,005	825,282
提取保险责任准备金	105,078	122,776	123,600	130,316	143,219	持有至到期投资	284,744	295,247	347,566	404,955	476,068
保户红利支出	11,263	10,777	12,103	13,809	16,089	长期股权投资	17,472	20,442	24,064	28,038	24,064
手续费及佣金支出	56,251	46,853	44,862	51,057	56,253	资产合计	1,335,9	1,528,3	1,790,7	2,086,4	2,452,8
业务及管理费	39,943	45,439	45,267	49,840	56,468	保户储金及投资款	62,325	75,576	86,584	100,378	115,990
营业支出	326,108	357,422	370,998	401,934	449,270	未到期责任准备金	49,455	61,975	71,002	82,313	95,116
营业利润	28,255	28,067	40,525	51,158	64,074	未决赔款准备金	38,864	42,504	47,332	51,592	56,235
税前利润	28,255	28,067	40,525	51,158	64,074	寿险责任准备金	787,284	891,195	1,002,5	1,137,9	1,308,6
所得税	9,574	(388)	12,157	15,348	19,222	长期健康险责任准备金	44,068	72,347	101,286	141,800	170,160
净利润	18,681	28,455	28,367	35,811	44,852	应付保单红利	26,501	25,447	32,192	37,686	44,121
归属于母公司股东的净利润	18,019	27,741	27,754	35,037	43,882	负债合计	1,181,9	1,345,0	1,571,3	1,832,2	2,157,4
少数股东损益	415	613	613	774	970	股本	9,062	9,062	9,620	9,620	9,620
险企财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	归属于母公司所有者权益合计	149,576	178,427	213,581	247,375	287,472
EPS(元)	1.99	3.06	2.89	3.64	4.56	少数股东权益	4,472	4,893	5,857	6,784	7,883
BVPS(元)	16.51	19.69	22.20	25.71	29.88	所有者权益合计	154,048	183,320	219,438	254,159	295,355
EVPS(元)	37.09	43.70	46.41	52.92	61.39	内含价值 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
PE(X)	16.04	10.42	11.06	8.76	7.00	调整后净资产	88,714	111,211	128,779	145,906	170,429
PB(X)	1.93	1.62	1.44	1.24	1.07	扣偿后有效业务价值	169,714	194,311	214,985	240,985	272,537
P/EV	0.86	0.73	0.69	0.60	0.52	内含价值	336,141	395,987	446,446	509,068	590,622
						一年新业务价值	27,120	24,597	20,674	26,001	31,551

资料来源: wind, 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：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)