

公司研究/深度研究

2021年01月24日

保险/保险

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 37.57
目标价格(元): 48.33

陶圣禹 SAC No. S0570518050002
研究员 SFC No. BQK280
021-28972217
taoshengyu@htsc.com

沈娟 SAC No. S0570514040002
研究员 SFC No. BPN843
0755-23952763
shenjuan@htsc.com

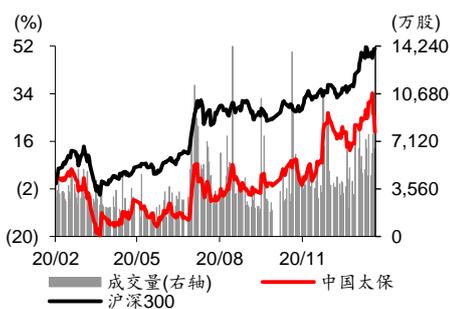
李健 SAC No. S0570521010001
研究员 SFC No. AWF297
00852-36586112
lijian@htsc.com

王可 SAC No. S0570119090008
联系人 021-38476725
wangke015604@htsc.com

相关研究

- 1《中国太保(601601 SH,买入): 寿险转型深化, 财险稳步增长》2020.11
- 2《中国太保(601601 SH,买入): 寿险加速转型, 财险结构优化》2020.08
- 3《中国太保(601601 SH,买入): 保费边际改善, GDR 提升综合实力》2020.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	9,620
流通 A 股 (百万股)	6,845
52 周内股价区间 (元)	26.37-42.20
总市值 (百万元)	361,436
总资产 (百万元)	1,735,074
每股净资产 (元)	21.08

资料来源: 公司公告

长航领銜，改革攻坚

中国太保(601601)

核心观点

公司目前正处于“转型 2.0”收官之年，随着寿险新战略发布、新管理层即将到位、开门红战略重启的逐步推进，业务增长有望迎来新机遇。战略上广纳贤才与员工激励内外并举，激发活力与积极性；业务上坚持长期战略引领；市场层面 GDR 带来的不确定性压力逐步弱化，高分红低估值属性得到市场逐步认可。我们预计 2020-22 年 EPS 为 2.57/2.83/3.10 元（前值 2.72/3.13/3.47 元），目标价 48.33 元，维持“买入”评级。

战略发展：纳贤才激活力，拥抱价值转型

太保在 2018 年启动“转型 2.0”战略以来，部分转型项目已现成效，但也不可避免地遇到了一些瓶颈，公司于近日正式发布了寿险“长航行动”，在转型 2.0 进入收官之年的新起点上，提出打造服务体验最佳的寿险公司，做寿险行业的长期主义者。此外，公司引进原友邦高管任寿险总经理，有望加速推动价值转型，多元化的董事会结构也有望为公司后续经营发展提供战略性指导建议。我们认为自上而下一系列的战略调整，有望从现有的业务增长承压局面中脱离出来，在内外环境多重考验中增强竞争力与灵活性，为高质量发展加油续航。

业务转型：长期战略引领，航向价值远洋

公司业务转型初显成效，低基数叠加战略重启，有望实现跨越式增长。具体来看，寿险业务开门红战略重启，同时专注于三只关键队伍打造，提升核心人力占比，做强做精顶尖绩优。我们认为寿险业务在长航行动引领下，有望在近期业务增长、远期动能蓄势和底层能力支撑等方面持续发力。财险业务稳健增长，近几年保费增速快于行业水平，龙头效应持续强化。此外，得益于规模优势和优异的管理能力，综合成本率稳中有降，我们认为随着经济的逐步回暖，财险业务需求与质量上均有望实现边际提升。投资端资产配置稳健，支撑长期投资表现。

市场情绪：不确定压力弱化，市场认可度提升

公司 GDR 启动兑回以来，A/GDR 溢价率逐步下降，目前已处于折价阶段，基本无套利空间，GDR 带来的不确定性压力已逐步弱化。此外，近十年维持约 45% 的高水平的分红率，也使得市场认可度大幅提升，具有竞争力的股息率也使得中外机构投资者持续增持，彰显了其对公司长远发展的信心。

目标价 48.33 元，维持“买入”评级

我们预计 2020-22 年 EVPS 分别为 47.07/53.70/61.11 元（前值 46.91/53.74/61.40 元），对应 P/EV 分别为 0.80x、0.70x、0.61x。可比公司 2021 年平均估值为 0.80xP/EV，公司“长航行动”战略发布，开门红战略重启加速推进业务修复，叠加新管理层即将到位预期增强，给予一定估值溢价，给予公司 2021 年 0.9xP/EV 预期，目标价 48.33 元（前值 45.68 元），维持“买入”评级。

风险提示：市场波动风险、利率风险、政策与技术风险、消费者偏好风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	354,363	385,489	422,628	451,666	495,454
+/-%	10.80	8.78	9.63	6.87	9.69
归属母公司净利润 (百万元)	18,019	27,741	24,700	27,219	29,808
+/-%	22.90	53.95	(10.96)	10.20	9.51
EPS (元, 最新摊薄)	1.99	3.06	2.57	2.83	3.10
PE (倍)	18.89	12.27	14.63	13.28	12.13

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

当前时点推荐中国太保的三大理由.....	4
战略发展：纳贤才激活力，拥抱价值转型.....	5
转型 2.0 持续落地，长航行动引领成长.....	5
原友邦高管加盟，有望加速推动价值转型.....	6
董事会多元扩容，员工激励计划激发活力.....	7
业务转型：长期战略引领，航向价值远洋.....	8
寿险：转型成果可期，静待高端绽放.....	8
专注关键队伍打造，高端化提升竞争力.....	8
新单结构不断优化，盈利能力保持稳定.....	10
多元化服务建壁垒，探寻业务新增长极.....	12
财险：业务结构优化，COR 边际改善.....	13
保费稳健增长，业务结构优化.....	13
推动降本增效，COR 稳中有降.....	14
科技赋能发展，改善业务品质.....	15
投资：资产配置稳健，支撑长期收益.....	15
市场情绪：不确定压力弱化，市场认可度提升.....	17
GDR 不确定性弱化，交易层面冲击减弱.....	17
高分红属性受认可，增持加码彰显长远信心.....	17
盈利预测与估值.....	19
风险提示.....	20
PE/PB - Bands.....	20
盈利预测.....	21

图表目录

图表 1：全文逻辑图.....	4
图表 2：太保转型战略梳理.....	5
图表 3：太保集团内含价值及同比增速.....	5
图表 4：太保集团归母营运利润与同比增长率.....	5
图表 5：太保包括寿险营销员代理健康险、车险等模式的协同保费.....	6
图表 6：太保持有两张及以上保单的客户数.....	6
图表 7：蔡强先生任职期间友邦中国价值转型成效显著.....	7
图表 8：太保 2020 年相继引入多位非执行董事.....	7
图表 9：太保核心人力占队伍比例发展目标.....	8
图表 10：太保全球顶尖绩优队伍人数（人）.....	8
图表 11：太保寿险月均保险营销员.....	9
图表 12：太保寿险人均每月首年保费收入.....	9

图表 13: 太保寿险月均健康人力、绩优人力规模及占比.....	9
图表 14: 太保区域战略、总部协同与组织保障	10
图表 15: 太保寿险长期保障型产品占新单比例	10
图表 16: 太保寿险代理人渠道新单期交占比.....	10
图表 17: 上市险企内含价值与新业务价值对投资收益率变动-50bps 的敏感性.....	11
图表 18: 太保寿险 NBV 表现	11
图表 19: 太保寿险新业务价值率表现.....	11
图表 20: 上市险企开门红产品对比	12
图表 21: 太保丰富服务供给, 打造“保险+健康+养老”生态圈	12
图表 22: “太保蓝本”健康增值服务.....	13
图表 23: 太保财险保费收入稳健增长.....	13
图表 24: 太保非车险业务占比持续提升	14
图表 25: 太保财险综合成本率持续改善	14
图表 26: 太保财险科技赋能风控改善业务品质	15
图表 27: 太保资产配置结构变化	15
图表 28: 太保总投资收益率与净投资收益率.....	16
图表 29: 太保非公开市场融资工具结构和收益率 (20H1)	16
图表 30: 公司 A/GDR 溢价逐步减少	17
图表 31: 公司历史分红率水平维持高位	17
图表 32: 公司股息率持续攀升并维持高位.....	18
图表 33: 核心盈利预测指标假设	19
图表 34: 上市险企可比公司估值表 (截至 2021 年 1 月 22 日)	19
图表 35: 中国太保历史 PE-Bands	20
图表 36: 中国太保历史 PB-Bands	20

当前时点推荐中国太保的三大理由

当前时点，我们坚定看好中国太保的投资机会，主要基于以下三大理由：

一是战略发展目标明晰，广纳贤才激发活力，拥抱价值转型。公司在“转型 2.0”进入收官之年的新起点上，推出寿险“长航行动”，提出打造服务体验最佳的寿险公司，做寿险行业的长期主义者。通过外部引进具有丰富保险经验的管理人士、内部落地长青计划激发员工活力。我们认为公司自上而下一系列的战略调整，有望从现有的业务增长承压局面中脱离出来，在多重考验中增强竞争力与灵活性，为高质量发展加油续航。

二是业务转型初显成效，低基数叠加战略重启，有望实现跨越式增长。寿险业务开门红战略重启，同时专注于三只关键队伍打造，提升核心人力占比，做强做精顶尖绩优。我们认为寿险业务在长航行动引领下，有望在近期业务增长、远期动能蓄势和底层能力支撑等方面持续发力。财险业务稳健增长，保费增速快于行业水平，龙头效应持续强化。此外，得益于规模优势和优异的管理能力，近三年综合成本率稳中有降，我们认为随着经济的逐步回暖，财险业务需求与质量上均有望实现边际提升。

三是压制因素缓释，市场认可度提升。公司 GDR 启动兑回以来，A/GDR 溢价率逐步下降，目前已处于折价阶段，基本无套利空间，压制因素得到大幅度缓释。此外，近十年维持高水平的分红率，也使得市场认可度大幅提升，具有竞争力的股息率也使得中外机构投资者持续增持，彰显了其对公司长远发展的信心。

图表1：全文逻辑图



广纳贤才激发活力
长风破浪向远航

纳贤才激发活力，拥抱价值转型

- 转型2.0持续落地，长航行动引领成长
- 原友邦高管加盟，价值转型经验复制可期
- 董事会多元扩容，员工激励计划激发活力

战略发展

长期战略引领，航向价值远洋

- 寿险：转型成果可期，静待高端绽放
- 财险：业务结构优化，COR边际改善
- 投资：资产配置稳健，支撑长期收益

业务转型

压制因素缓释，市场认可度提升

- GDR压制因素缓释，交易层面冲击减弱
- 高分红属性受认可，增持加码彰显长远信心

市场情绪

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

战略发展：纳贤才激活力，拥抱价值转型

保险公司业务推进与改革成效很大程度上取决于决策层战略规划的前瞻性和有效性，太保在2018年启动“转型2.0”战略以来，部分转型项目已现成效，但也不可避免地遇到了一些瓶颈，公司也于近日正式发布了寿险“长航行动”，在转型2.0进入收官之年的新起点上，提出打造服务体验最佳的寿险公司，做寿险行业的长期主义者。此外，公司引进原友邦高管任寿险总经理，有望加速推动价值转型，多元化的董事会结构也有望为公司后续经营发展提供战略性指导建议。我们认为自上而下一系列的战略调整，有望从现有的业务增长承压局面中脱离出来，在内外环境多重考验中增强竞争力与灵活性，为高质量发展加油续航。

转型2.0持续落地，长航行动引领成长

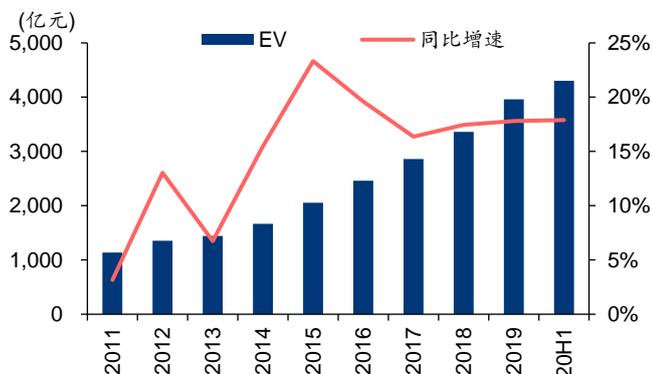
“转型1.0”卓有成效，“转型2.0”持续落地。太保是行业中改革探索的先行者之一，早于2012年开始“转型1.0”，提出“以客户需求为导向”的战略、寿险业务“聚焦营销渠道、聚焦期交业务”、投资业务“坚持稳健的投资策略”，初步形成保险与资管双轮驱动的发展模式，为公司未来发展奠定坚实的基础。2017年末“转型1.0”收官，转型实施以来，太保寿险业务持续增长，推动集团内含价值保持较高速度增长，2012-2017年CAGR达16%，转型卓有成效。2018年太保推出“转型2.0”，坚定以客户需求为导向，专注做精保险主业，以协同深化服务内涵，以布局拓展服务外延，以科技赋予发展新动能，推动寿险产品结构优化、提升代理人质态。2019年至2020年转型深化，规模与价值表现虽有所承压，但营运利润表现优异，20H1同比增长28%。我们认为伴随公司战略持续落地，转型成果将逐步释放。

图表2：太保转型战略梳理

	转型1.0	转型2.0
执行时间	2012-2017年	2018年至今
战略目标	以客户需求为导向聚焦营销渠道，聚焦期缴业务	客户体验最佳，业务质量最优，风控能力最强
落地措施	一手抓市场策略执行，以提升价值为核心稳增长； 一手抓转型项目落地，以优化投入产出为重点促转型	以协同深化服务内涵，以布局拓展服务外延， 以科技赋予发展新动能
寿险业务	聚焦期交业务，聚焦营销渠道	推动产品结构优化，发展长期保障型业务，提升代理人质态
投资业务	坚持稳健的投资策略，服务于保险资产负债管理的要求。以市场化为导向培育和提高了投资能力	不断强化资产负债管理能力，优化大类资产配置，坚守风险底线

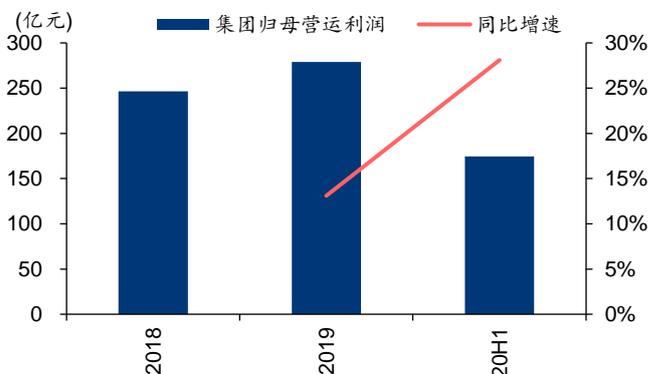
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：太保集团内含价值及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：太保集团归母营运利润与同比增长率

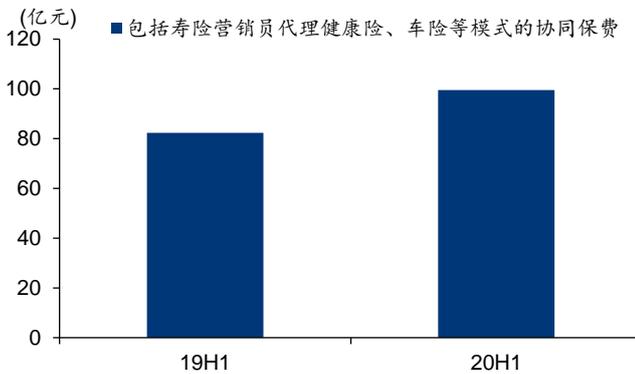


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

“长航行动”承前启后，坚守长期主义引领成长。“转型 2.0”已进入收官之年，成效正逐步释放，太保寿险近日发布“长航计划”纲领，开启崭新征程。纲领围绕“一优、两稳、四新”的战略目标，即瞄准客户体验最优，追求价值稳定增长和市场地位稳固，力争渠道多元化实现新突破、大康养生态迈出新步伐、数字化建设取得新提升、组织人才发展再上新台阶，着力打造队伍升级、赛道布局、服务增值、数字赋能四大战略内核，未来公司将持续聚焦营销队伍升级、1+X 渠道布局、重点区域拓展 3 个增长点，形成大健康战略、大养老生态、数字化赋能 3 个优势源，并通过增强科技能力、健全数据基础、提升组织能力、强化人才支撑巩固形成 4 大战略支撑点。**我们认为，在转型收官的关键之年，“长航计划”将起到承前启后的作用，以长期主义为坚守，引领公司价值的长期稳健增长。**

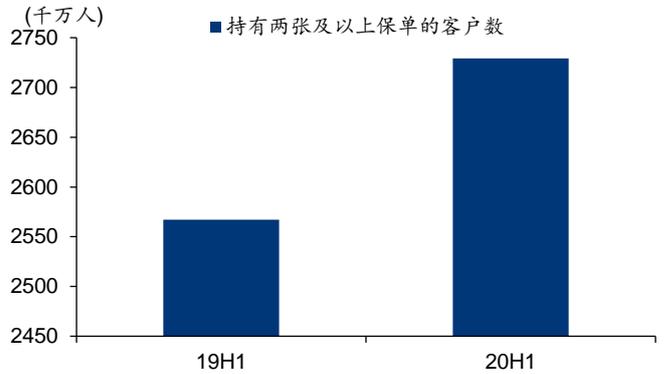
客户经营体系不断完善，协同效应持续彰显。太保推进转型的同时加大集团资源协同整合力度，通过上线运行协同管理系统、整合客户数据、完善后台支撑工具，持续推进综合客户经营体系。从经营数据看，基于集团统一一客户资源的协同业务成果显著，20H1 包括寿险营销员代理健康险、车险等模式在内的协同总保费收入达 99.5 亿元，同比增长 20.9%；20H1 末持有两张及以上保单的客户数达到 2729 万人，同比增长 6.3%，占集团总客户数 19.4%，同比提升 0.9pct。

图表5：太保包括寿险营销员代理健康险、车险等模式的协同保费



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6：太保持有两张及以上保单的客户数



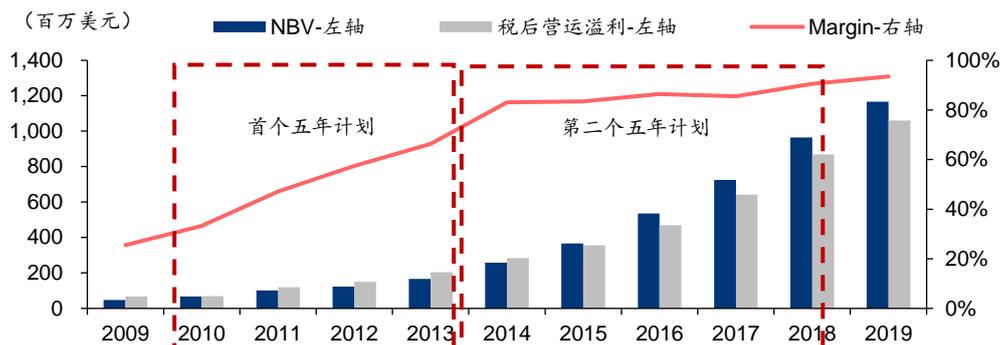
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

原友邦高管加盟，有望加速推动价值转型

欲引进原友邦高管，拥有丰富的寿险管理经验。据财联社 2020 年 12 月 31 日报道，太保寿险欲引进原友邦保险 (1299 HK) 高管蔡强先生为总经理，现任党委书记、总经理潘艳红女士或升任董事长，而中国太保集团、太保寿险董事长孔庆伟先生则将工作重心聚焦回归集团，继续把控全局。蔡强先生早在 1991 年便于美国开始金融保险领域职业生涯，后返回亚洲就职于安盛香港 (未上市) 并于 2009 年在安盛香港行政总裁任上转战友邦，先后任友邦中国 CEO 和友邦集团区域 CEO，于 2019 年任微医董事会副主席兼首席财务官。我们认为蔡强先生丰富的寿险管理经验有望带领太保打破转型瓶颈，实现价值提升。

友邦成功经验可鉴，蔡强先生推动的价值转型成果显著。蔡强先生于 2009 年加盟友邦中国后即提出以价值为导向的革新道路，坚守“回归保障根本”的策略方向及“保障专家”的角色定位，专注于客户服务、产品创新以及保费的品质上进行发展，并在任内推动了上市后的三次五年计划：1) 友邦中国的价值转型以 2010 年启动的五年计划为起点，于 2013 年提前一年完成，首个五年计划期间的 NBV 和税后营运溢利 CAGR 分别达 36.4% 和 31.8%，Margin 也从 25.5% 提升至 66.4% 的高位水平；2) 2014 年启动的第二个五年计划围绕深化精英营销团队的建设、打造精英多元化营销渠道等方面展开，至 2018 年末的 NBV 和税后营运溢利 CAGR 分别达 42.2% 和 33.5%，Margin 大幅登上 90.5% 的新平台；3) 第三个五年计划虽仅经历了开头，但在大陆险企整体销售承压的背景下，友邦中国 NBV 仍实现 21% 的年增长，也推动 Margin 达到 93.5% 的历史最高水平。

图表7： 蔡强先生任职期间友邦中国价值转型成效显著



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

若模式成功复制，太保转型前景光明。在蔡强先生的带领下，友邦中国在集团内的 NBV 占比从 2009 年底的 7.6% 跃升至 2019 年底的 26%，成为友邦集团在亚太地区发展最快的战略市场之一。蔡强先生推动的销售渠道革新，使得友邦中国在首个五年计划期间的百万圆桌达标人数翻三番，营销员平均收入翻两番。管理层的决策与部署是寿险业务发展的重要助推力之一，当前时点的太保寿险也处于转型瓶颈期，我们认为带领友邦中国成功实现价值增长的蔡强先生有望加速推动太保寿险的转型升级。

董事会多元扩容，员工激励计划激发活力

GDR 发行夯实资本实力，董事会扩容优化治理机制。公司于 2020 年中期发行 GDR 募资约 19.7 亿美元，在夯实资本实力的同时，也引入瑞士再保险 (SREN SW) 作为基石投资者，其认购份额原则上具有三年限售期，彰显瑞再对于公司长远健康发展的信心。同时，作为全球领先的再保险公司，瑞再的加入也有望优化股权结构，引入丰富的保险经营管理经验。在资本实力夯实的同时，公司董事会也引入多位具有杰出市场影响力的专业人士，在以上海国资为主导的董事会中实现多元化和专业化扩容，我们认为有利于公司完善治理机制，为后续经营发展提供战略性指导建议。

图表8： 太保 2020 年相继引入多位非执行董事

姓名	职务	背景
刘晓丹女士	独立非执行董事	现任晨壹投资总经理、晨壹基金总经理，曾任华泰联合证券总裁、董事长，以及纽交所上市公司 AssetMark 董事长，曾任职于北京大学，亦曾担任中国证监会第四及第五届并购重组委员会委员。
陈然先生	非执行董事	现任上海欧治金融信息董事、总经理，上海欧治典当董事长、东方付通信息技术执行董事，中合中小企业融资担保公司董事。
John Robert Dacey 先生	非执行董事	现任瑞士再保险集团首席财务官、执行委员会委员，曾任麦肯锡咨询合伙人、丰台保险首席策略官、执行委员会委员，安盛保险亚太区副董事长、执行委员会委员、日本及亚太区总部首席执行官。
梁红女士	非执行董事	现任高瓴资本集团旗下产业与创新研究院院长，曾任国际货币基金组织经济学家，高盛中国首席经济学家、董事总经理、亚太经济研究联席负责人，中金公司管理委员会成员、研究部负责人、首席经济学家、销售交易部联席负责人、资本市场部负责人。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

长青计划落地，激发活力与积极性。上海作为国企改革先行者，长期以来持续推动改革项目落地，2020 年以来东方证券 (600958 CH) 和国泰君安 (601211 CH) 也相继推出员工持股计划和限制性股票激励计划，将员工利益与公司业绩深度绑定，激发积极性。作为国资体系下的唯一保险公司，太保的国企改革也在持续推进，2009 年起开始实行高管持股，2020 年覆盖近千名核心员工的长青计划落地，既涵盖产寿险公司的关键岗位，也向分公司一线倾斜，是“转型 2.0”中人才转型的实际落地。通过与长期业绩挂钩的新机制，使核心队伍更加注重公司的长远发展，提高其主动性与产能；同时考虑到保险长期经营的特点，引入了锁定、递延和回溯。我们认为随着市场化新机制的逐步落实，太保的组织活力与人才积极性将进一步被激发，团队凝聚力将会进一步加强，从而牵引出更加高质量的长期可持续发展力。

业务转型：长期战略引领，航向价值远洋

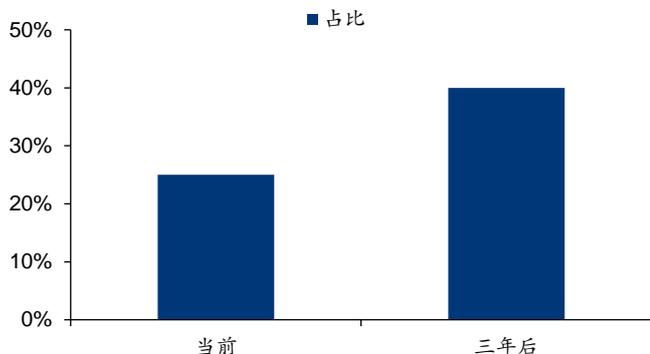
寿险：转型成果可期，静待高端绽放

转型战略领先者，高端经营实践者。太保寿险具有较为突出的经营特色，其是行业转型战略的领先者之一，过去第一轮转型的成功实践为公司打下坚实的发展基础，同时为后续转型战略的落地积累成功经验。目前第二轮转型深化，公司推进高端化经营，引入优质外部管理人主导代理人团队高端化发展，拓展医疗康养产业链提供全生命周期服务。近日公司提出“长航计划”，以“打造服务体验最佳的寿险公司，做寿险行业的长期主义者”为愿景，着力打造队伍升级、赛道布局、服务增值、数字赋能四大战略内核。公司 20H1 价值表现虽有所承压，但我们认为深蹲是为了更好地跃起，看好公司战略自上而下落地的经营变化，以及代理人质态持续改善叠加开门红催化下的产能修复空间。

专注关键队伍打造，高端化提升竞争力

专注于三只关键队伍打造，提升核心人力占比，做强做精顶尖绩优。根据公司 2019 年资本市场开放日披露，公司稳步推进代理人转型，围绕打造三支关键队伍战略，坚持队伍分层分类管理，做大核心人力（寻求职业发展、具有一定的管理或销售能力的专职代理人）、做强顶尖绩优（主要面向高净值客户群体、具备针对高净值客户定制保险综合解决方案的专业能力）、培育新生代代理人（通常为 90 后，学习能力强、更加适应数字化销售服务模式、更加了解新生代客户需求）。在目标设计上，预计三年之后核心人力占比从 25% 提升至 40%，全球顶尖绩优队伍人数从 600 人提升至 2000 人以上，新生代队伍占比从 15% 提升至 30%。同时，公司优化绩优体系，如打造新的基本法、支持新晋升的业务主任孵化团队、探索对持续绩优人力的激励和引导等，并打造线上线下相融合的经营模式，通过专门的培训支撑代理人质态提升。

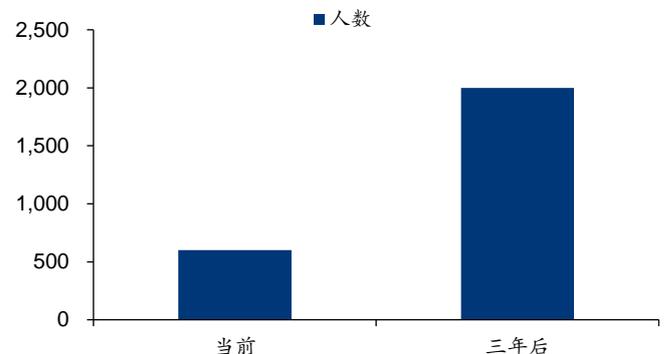
图表9：太保核心人力占队伍比例发展目标



注：当前指 2019 年太保资本市场开放日举办时间，2019.10.31

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

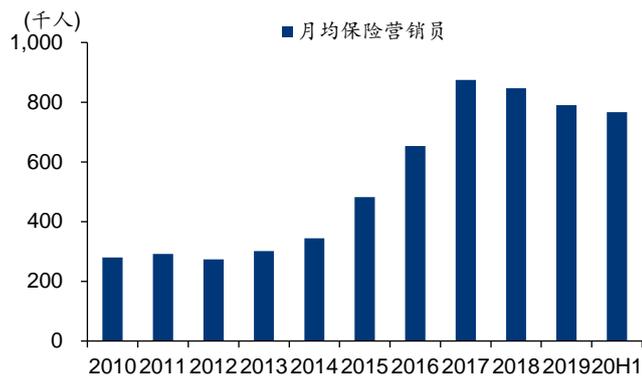
图表10：太保全球顶尖绩优队伍人数（人）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

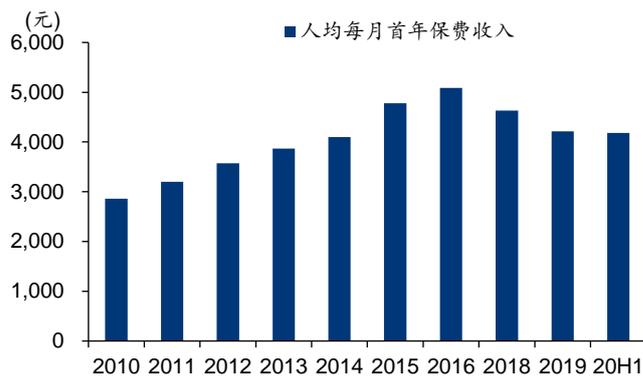
转型深化推动队伍规模收缩，人均保费有所承压，但四季度以来增员加码。寿险业务转型是以时间换空间，通过牺牲当下的短期业绩表现，而换取未来成长空间的拓宽，一方面是应对外部经营环境的压力，另一方面是内部结构的调整以优化经营效率。落地路径涉及到顶层战略、基本法（组织架构与激励机制）、产品结构、配套设施等多个方面，是一场长期的硬仗。太保目前转型持续深化，从经营业绩看存在阵痛期：从代理人规模看，在代理人清虚的推进下队伍规模有所收缩，公司 20H1 月均保险营销员 76.6 万人，较 2019 年下滑 3%；从代理人月均首年保费收入看，20H1 营销员每月人均首年保险业务收入 4183 元，同比下降 28.9%。但公司四季度以来持续加大增员力度，从龙头险企引进大量成熟代理人，我们认为有利于提升队伍整体素质和产能。

图表11: 太保寿险月均保险营销员



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

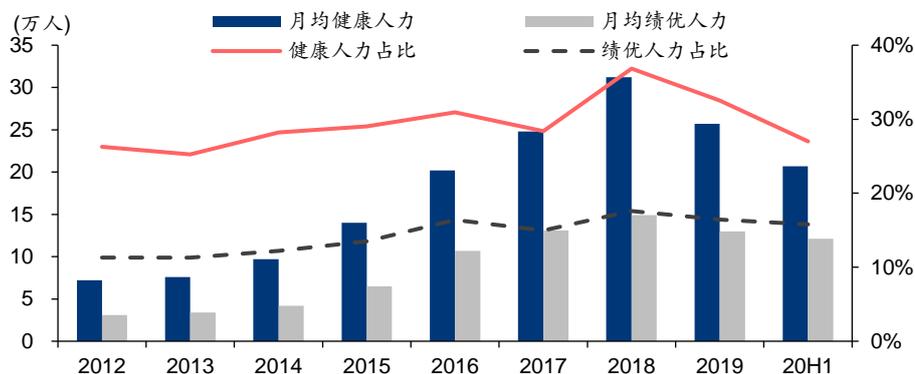
图表12: 太保寿险人均每月首年保费收入



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

人均新保长险件数边际提升, 转型成效已初步体现, 高管引入推动高端化成长。从代理人质态看, 转型成效已有所体现, 20H1人均每月寿险新保长险件数录得1.83件, 同比+19%。2020年三季度公司推出低件均的15年期长期医疗险, 协助公司短期获客, 并通过后续推进加保等协同方式推动代理人收入的提升。今年初太保寿险引入原友邦高管蔡强先生为总经理, 有望加速推动价值转型, 此外大量引入高端代理人也为城区市场扩大份额夯实了基础。我们看好后续公司代理人质态的持续改善(健康人力、绩优人力规模与占比提升)和向高端化转型发展的空间。

图表13: 太保寿险月均健康人力、绩优人力规模及占比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

区域突破打造动力引擎, 城区突破战略引领高端发展。相较同业, 太保的经营区域优势集中于二、三线城市, 目前转型的思路之一是基于原有区域优势着力推进城区突破, 提升一线城市市场份额。围绕此战略太保进行充分的业务布局, 如在全国以三大区域为中心, 打造“1+3+N”的战略格局, 在省级以省会为中心, 打造“1+1+N”格局, 同时通过总部建立信息和资源共享平台、数据和技术标准体系, 并设立区域项目负责人、区域协同总监与区域项目经理, 提供组织保障。我们认为, 一方面, 疫情对居民风险保障意识有所激活, 目前县域市场有较大的下沉发展空间; 另一方面, 太保发力城区突破, 培育中高端代理人及理财规划师团队, 辅以专业的培训课程, 引领高端化发展。

图表14： 太保区域战略、总部协同与组织保障



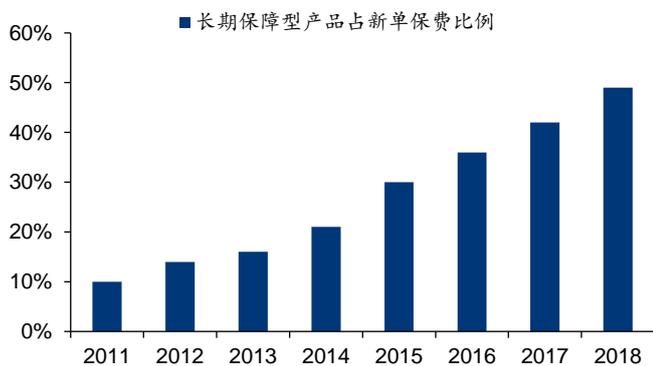
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

发布新版活力基本法，全面推进改善代理人质态。2020 年 12 月，太保寿险发布“30 周年庆典版活力基本法”，以“专业”、“服务”、“成长”为队伍面向未来的价值观，激发队伍长期活力，赋能队伍转型升级。新基本法以助推组织发展和个人绩优两大引擎为核心，建立“基业长青”的组织发展体系和“直辖直增直育”的商业模型。从具体举措看，新基本法的优化绩效服务津贴（如新增的连三优津贴等）、优化晋升人力、加码主任孵化津贴（以主任为锚点激发组织活力、推动队伍升级，拉长激励的周期与力度）、激活组织发展活力（优化绩效服务津贴）、创新继承机制（新体系下总监可继承）。同时，建立“持续绩优”的绩优培养路径与成长阶梯，加强对于连续绩优和超绩优伙伴的激励，创立顶尖绩优的成长学院，提供各阶段专属课程，赋能代理人成长。我们认为，在全新基本法的赋能下，公司代理人的质态将得到持续改善。

新单结构不断优化，盈利能力保持稳定

新单结构持续优化，推动盈利能力保持稳定。太保积极推动业务转型，不断提升新单保费中长期保障型产品的占比，同时期限结构持续优化。在产品的体系上，太保逐步构建囊括主力重疾、单一重疾、少儿重疾、终身寿险及长期意外的多层次保障体系，通过围绕消费者需求的持续产品升级，在提升价值表现的的同时的获得稳定的盈利结构。在财务表现上看，即优质的业务结构不但意味着充沛的现金流、稳健的盈利能力，还能降低内含价值、新业务价值对投资的敏感性（背后的原因是长期保障型产品利源结构中利差占比相较其他险种要低），助推内含价值平稳增长。从敏感性表现看，太保 20H1 新业务价值对投资收益率变动-50bps 的敏感性仅次于平安，体现出其优异的业务质量。

图表15： 太保寿险长期保障型产品占新单比例



注：该数据 2019 年后未披露

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表16： 太保寿险代理人渠道新单期交占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表17: 上市险企内含价值与新业务价值对投资收益率变动-50bps的敏感性

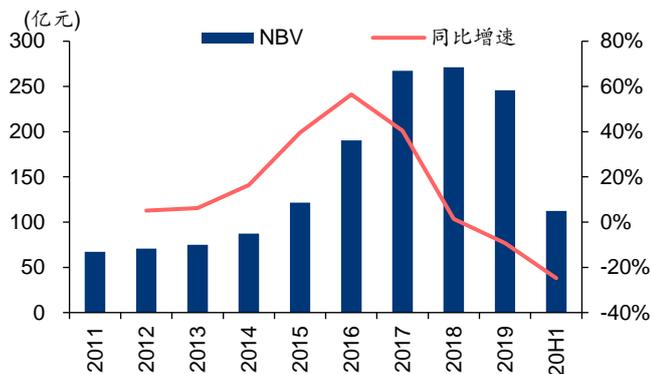
	20H1		19H1	
	有效业务价值	新业务价值	有效业务价值	新业务价值
中国平安 (601318 CH)	-6.8%	-7.3%	-7.2%	-10.1%
中国太保	-15.9%	-12.8%	-16.0%	-15.4%
中国人寿 (601628 CH)	-18.1%	-18.1%	-17.8%	-19.3%
新华保险 (601336 CH)	-19.4%	-20.4%	-18.2%	-13.6%

注: 平安、太保均为寿险业务; 平安为内含价值, 其中 20H1 为投资收益率与风险贴现率共同减少 50bps 的情形; 新华保险为 11% 风险贴现率下的情形

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

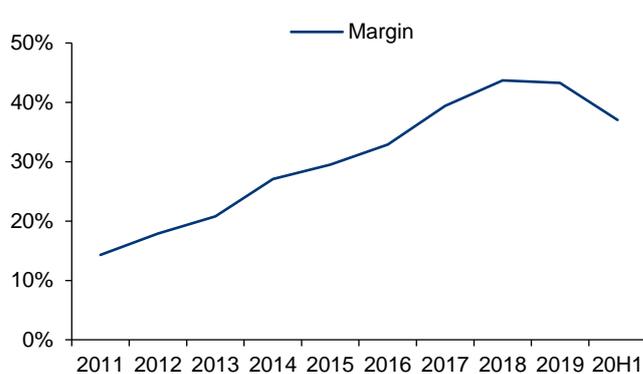
阶段性阵痛已过, 今年大概率实现价值修复。太保过去第一轮转型推动负债端稳健增长, NBV 从 2011 年的 67 亿元增长至 2017 年的 267 亿元, CAGR 达 26%; Margin 从 2011 年的 14% 提升至 2017 年的 39%, 价值表现优异。目前公司第二轮转型深化, 叠加行业整体在内外影响下景气度有所下滑, 2019-20H1 公司的 NBV 与 Margin 表现边际承压。但我们认为公司阶段性阵痛已过, 从顶层设计领先的战略、到组织架构上管理层的更新与引进、再到底层执行上代理人质态的提升, 今年大概率实现价值修复。

图表18: 太保寿险 NBV 表现



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表19: 太保寿险新业务价值率表现



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

开门红稳步推进, 看好今年产能修复空间。从过去的经营节奏看, 太保以往开门红节奏较慢 (以往的常规性做法是结束上一年收官之后才会启动下一年开门红), 而 2021 年开门红节奏快于以往, 2020 年 10 月已推出开门红第一批策略型产品, 11 月份产品销售收尾后再进行当年的最后收官, 并且在后续推出缴费期与保险期限较长、价值率相对较高的产品。从产品横向对比看, 太保“鑫享事诚”万能账户 IRR 有较为领先的表现。我们认为, 公司开门红稳步推进, 节奏提速叠加低基数效应, 我们看好今年公司产能修复空间。

图表20: 上市险企开门红产品对比

公司	中国人寿	中国太保	中国平安	中国平安	新华保险
产品	鑫耀东方	鑫享事诚	财富金瑞 21	金瑞人生	惠金生
投保年龄	0-70岁	0-75岁	0-75岁	0-65岁	0-71岁
缴费期限(年)	1/3/5	3/5	3/5	3/5/10	1/3/5
保障期限(年)	10	7	8	15	10
年缴保费示例(30周岁, 男性, 3年交, 元)	100000	100000	100000	100000	100000
年金给付方式	第5-9年返还年缴保费60%, 满期给付100%保额	第5-6年返还年缴保费60%, 满期给付100%保额	第5-7年返还年缴保费60%, 满期给付100%保额	第5-6年返还年缴保费60%, 第7-14年返还保额的30%, 满期给付100%保额	第5年给付60%年缴保费, 6-9年给付30%年缴保费, 满期给付100%保额
IRR(年金给付方式) 身故保障	1.72% 领取前身故返还已交保费; 领取期间身故赔付年金与满期金之和	1.62% 未满18岁按现金价值和已交保最大价值; 已满18岁按现金价值和200%已交保费最大价值赔付	1.67% 给付现金价值与已交保费*给付比例较大者(不同年龄在100%-160%波动)	1.78% 已交保费和现金价值的最大者	1.98% 给付实际缴纳的保险费与现金价值二者之较大者
万能账户保底利率	2.5%	2.5%	1.75%	1.75%	2.5%
IRR(万能账户, 结算利率3%, 15年)	2.43%	2.46%	2.44%	2.27%	2.50%
IRR(万能账户, 结算利率4%, 15年)	2.98%	3.07%	3.01%	2.68%	3.00%
IRR(万能账户, 结算利率5%, 15年)	3.53%	3.67%	3.59%	3.10%	3.51%

资料来源: 中国人寿、中国太保、中国平安、新华保险公司官网, 华泰证券研究所

多元化服务建壁垒, 探寻业务新增长极

“保险+健康+养老”服务增值, 探寻新增长极。目前行业“第一增长曲线”边际效益逐步收紧, 传统的粗放式发展已不能满足高阶竞争的要求。未来险企或不能将经营重心完全倚重在单一产品, 而是应当构建多层次的产品体系, 如面向中低端客群(如互联网长尾客群)的获客型产品, 主力的中级产品和盈利能力较强的中高端产品; 另一方面可通过产业链的延伸提供有温度的增值服务, 如拓展医疗、康养、教育等综合服务。紧握流量入口, 以突出的产品力辅助渠道力的培养, 用优质服务沉淀客户资金, 借硬核产品实现竞争格局的突围。太保积极探索行业“第二增长曲线”, 构建“保险+健康+养老”的服务生态圈, 以建设太保家园为载体(上海、杭州、南京、成都、大理等地的项目已落地), 深耕健康领域, 为客户提供覆盖全生命周期的健康与保险服务, 或将成为公司业务新的增长极。

图表21: 太保丰富服务供给, 打造“保险+健康+养老”生态圈



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

与法国欧葆庭合作, 推进高端养老社区建设。2018年, 太保寿险与法国欧葆庭集团(ORPEAFP)建立战略合作关系, 由各自旗下子公司共同投资设立太平洋欧葆庭运营管理合资公司, 并以此为平台, 在养老服务领域开展全方位、多层次的合作, 全面提升未来“太保家园”高端养老社区的养老服务质量。2019年11月于国际进口博览会, 太保与欧葆庭旗下专业公司举行养老项目合作签约仪式, 将养老运营服务扩展至养老项目股权投资、客户共享等方面, 通过引进海外先进理念和专业技术, 包括照护、房务、管理的全套标准操作流程, 并进行本土化完善延展, 推动“保险产品+养老社区+专业服务”的模式落地。

“太保蓝本”融合健康保障与健康管理服务，为客户提供全方位高品质服务。太保基于集团资源优势推出专属健康增值服务“太保蓝本”，创造性地将健康保障和健康管理服务有机结合，推出院前专家诊疗服务、院中住院费用垫付服务、院后专车护送和康复指导一条龙服务，有利于解决客户“看病难、看病贵、康复慢”的痛点，填补保险市场院后服务的空白。从提供的具体服务看，“太保蓝本”主要包括重疾绿通服务计划、医疗特权服务等，其中重疾绿通主要提供重疾专家预约、重疾专家病房、重疾专家手术、120急救补贴等4项医疗协助服务等；医疗特权服务主要包括健康咨询、专家预约、普惠型线上购药服务，同时为高端客户引入视频医生服务，搭建较完整的到家式医疗服务体系，为客户提供全方位高品质医疗服务。根据2019年业绩发布会披露，“太保蓝本”全国医院服务网络超2800家，其中三甲医院占比近50%，目前已覆盖人数超过750万人。

图表22：“太保蓝本”健康增值服务

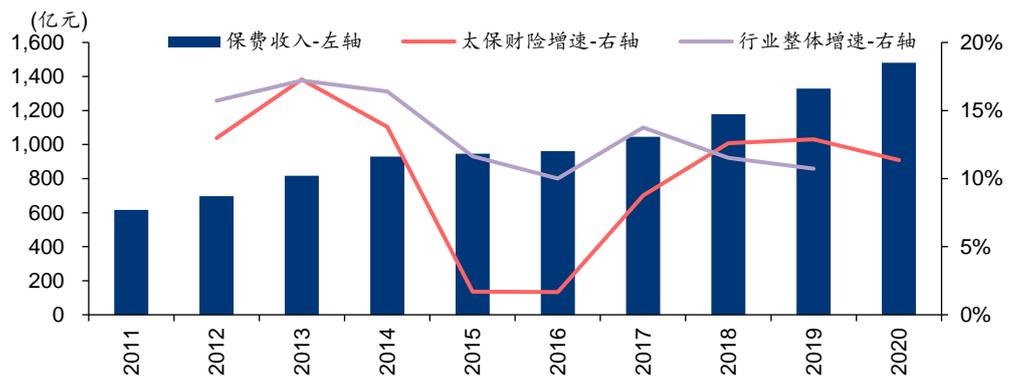
服务项目	2020版终极绿通服务	2020版医疗特权服务
主要服务内容	重疾专家预约、重疾专家病房、重疾专家手术、120急救补贴等4项医疗协助服务；通过邀请好友可以解锁健康咨询、齿科预约、药神礼包、陪诊服务4项解锁服务	为客户提供诊前、诊中、诊后的医疗协助服务，提供包括健康咨询、专家预约、陪诊服务、专家病房、专家手术、二次诊疗、海外就医协助、多学科会诊、120急救补贴、线上购药（2020年版新增）、视频医生（2020年新增）等服务

资料来源：中国太保官网，华泰证券研究所

财险：业务结构优化，COR边际改善 保费稳健增长，业务结构优化

保费收入整体稳中有升，保费增速2018-2019年超越行业整体增速。太保财险业务稳步增长，2020年实现保费收入1481亿元，同比增长11%，在保持较大的业务基数情况下，2018-2019年保费收入增速持续高于财险行业整体增速（2020年前三季度保费同比增长15%，高于行业增速8.5pct），且保费增速的优势持续扩大，体现出太保较为完善的财险经营体系。我们认为公司基于优异的管理能力和业务质量，将持续提升市场竞争力。

图表23：太保财险保费收入稳健增长

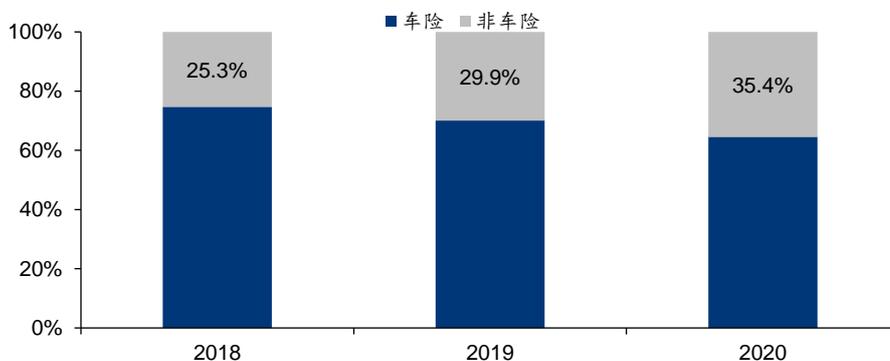


资料来源：银保监会，公司公告，华泰证券研究所

车险仍为收入核心，太保在压力环境下录得优异表现。2020年9月车险综合改革正式落地，整体看车险市场呈现保费价格、手续费率下降；保险责任限额、商用车险投保率上升的格局，且市场乱象得到明显规范。根据银保监会统计数据，综改实施以来（2020年9月至11月）约90%的客户年缴保费下降，车均保费由3700元/辆下降至2700元/辆，其中保费下降幅度超过30%的客户占比达69%。虽然受到商用车费改下的件均保费下滑以及上半年受疫情冲击新车销量增速放缓的双重影响，太保财险2020年车险保费业务收入仍达到957亿元，同比增长2.6%，在总保费业务收入中的占比仍高达65%，车险仍然是太保产险保费收入的核心部分。

非车险增速加快，保费收入结构进一步优化。近年来伴随政策引导及公司前瞻性的产品布局，非车险保费显著增长，2020年太保非车险保费收入524亿元，同比增长30%（对比而言同期车险保费同比增速为3%），推动其占比进一步提升到35.4%，同比提升5.5pct。从细分业务看，公司农险、健康险、责任险均为未来发展提供强劲动能。我们认为，伴随公司非车险业务的快速增长，其财险业务保费收入结构将得到进一步优化。

图表24：太保非车险业务占比持续提升

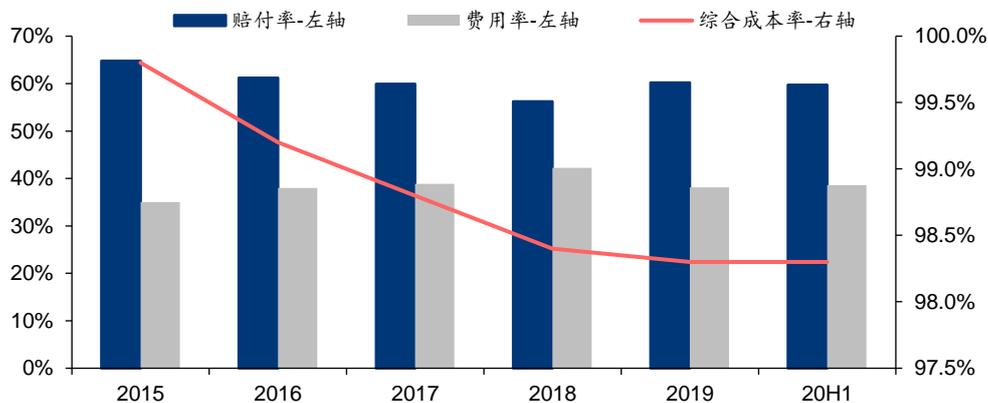


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

推动降本增效，COR 稳中有降

得益于规模优势和优异的管理能力，综合成本率稳中有降。综合成本率是衡量产险公司经营效率的核心指标之一，由综合费用率和综合赔付率构成。2015-20H1期间太保财险保持承保盈利，且综合成本率维持下降态势。拆分结构看，2019-20H1太保财险赔付率有所上升，得益于规模优势和优异的管理能力推动公司综合成本率保持稳健。

图表25：太保财险综合成本率持续改善



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

车险综合改革推动龙头险企收益，信用保证保险 COR 拐点逐步显现。太保车险业务质效优异，费用率改善推动综合成本率显著优化，20H1太保车险综合成本率同比改善0.6pct至97.8%。2020年9月车险综合改革落地以来，车险件均保费下滑，获利空间进一步压缩。我们认为，持续深化的商车费改对车险市场格局将产生深刻影响，马太效应逐渐显现，一方面，中小险企通过大量短期费用投放置换规模的行为得到抑制；另一方面，龙头险企有望在渠道能力上体现竞争优势，不断提升市场占有率。我们认为，太保作为车险市场的龙头企业之一，可借助其优异的定价能力、运营能力和服务能力提升市场竞争力，同时利用集团优势形成联动机制，构建客户经营壁垒。另一方面，非车险如信用保证保险在上半年疫情的冲击下赔付率有较为明显的上升，我们认为伴随经济逐步复苏，信用保证保险 COR 将迎来改善。

科技赋能发展，改善业务品质

基于科技赋能推动业务发展，持续改善业务品质。太保以高质量发展作为转型发展的出发点和落脚点，积极探索科技与保险的融合，充分利用物联网、区块链、人工智能、大数据在业务领域的深度应用，如自动核保核赔、智能风控反欺诈、服务体验提升、精准营销，以实现从数据收集、产品设计到最终权益分销的全场景闭环服务。同时太保打造了一批具有代表性的行业领先的科技保险产品。如：基于车联网技术的“里程保”、借助图像识别技术和云计算能力的智能定损工具“太AI”、安全出行智能模型“风险地图”、降低商用车行车风险的“太好保”，持续的科技创新推动公司提高市场竞争力、改善经营状况，实现良性发展。公司综合赔付率于2015年来持续下降，20H1录得59.7%。我们认为，公司在科技赋能下持续推动业务发展，业务品质将得到持续改善。

图表26：太保财险科技赋能风控改善业务品质

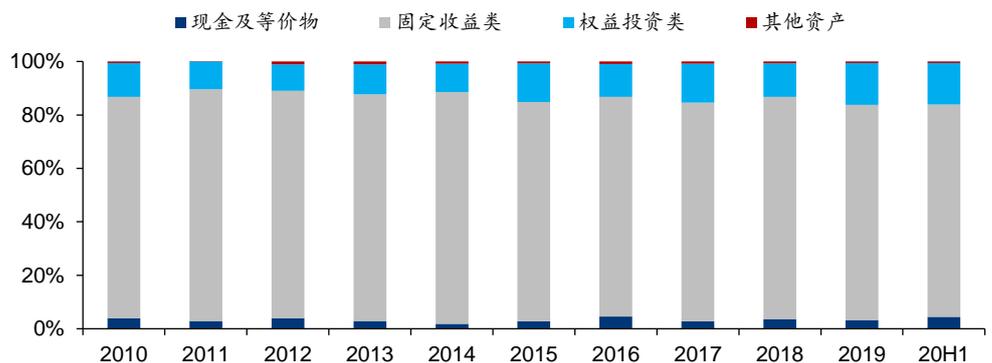


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

投资：资产配置稳健，支撑长期收益

资产配置结构较为稳定，权益类资产增配空间较大。从过去十年资产配置变化看，太保整体结构较为稳健，以固收类投资为主，且权益类投资占比相较同业较低，截至20H1太保权益类投资(股票+基金)占总投资资产比重为8.3%，同期平安、国寿、新华分别为10.3%、10.7%、12.6%，较低的权益资产配置占比使得公司投资端表现较为稳健。另一方面，银保监会于去年深化险资运用市场化改革，适度放宽优质险企权益投资比例上限，明确差异化监管机制。目前太保权益类资产配置比例离上限仍有较大空间，我们认为优质险企如太保将出充分受益于政策边际宽松带来的业务弹性。

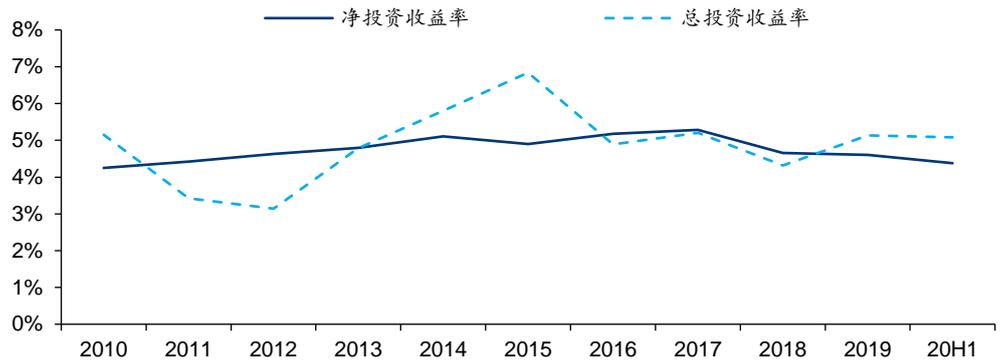
图表27：太保资产配置结构变化



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司治理与投资管理机制完善，推动投资收益表现稳健。从过去十年总投资收益率与净投资收益率变化情况看，太保表现相对稳健。究其原因，自上而下看，公司具备完善的治理机制，在管理层考核指标中分红的稳定性是重要参考，因此对净利润的低波动性有一定的诉求，进而在投资策略的制定上较为强调安全与稳健。自下而上看，公司围绕稳健投资、价值投资、长期投资的理念，构建较为完善的资产负债管理机制，推动投资收益率保持长期稳健。

图表28： 太保总投资收益率与净投资收益率



注：20H1 为年化投资收益率

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

非标资产储备充足，为长期投资收益率提供支撑。截至 20H1，太保非标资产规模达 3495 亿元，占投资资产比例为 22.5%，从行业分布看，融资项目分散于基础设施、非银金融、交通运输、不动产等行业；从项目资质看，具有外部信用评级的非公开市场融资工具占 100%，其中 AAA 级占比达 94.7%，AA+级及以上占比达 99.9%，信用水平优良；从投资收益率看，非标资产名义投资收益率达 5.2%，高于长期投资收益率 5% 的假设；从项目期限看，平均项目剩余期限达 5 年，为长期投资收益率提供支撑。

图表29： 太保非公开市场融资工具结构和收益率（20H1）

	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	35.6%	5.4%	7.2	5.4
非银金融	17.2%	5.0%	5.4	3.9
交通运输	16.3%	5.4%	6.6	4.3
不动产	15.5%	4.8%	7.6	6.4
能源与制造业	8.1%	5.1%	6.5	4.1
其他	7.3%	5.9%	8.2	5.8
合计	100.0%	5.2%	6.9	5.0

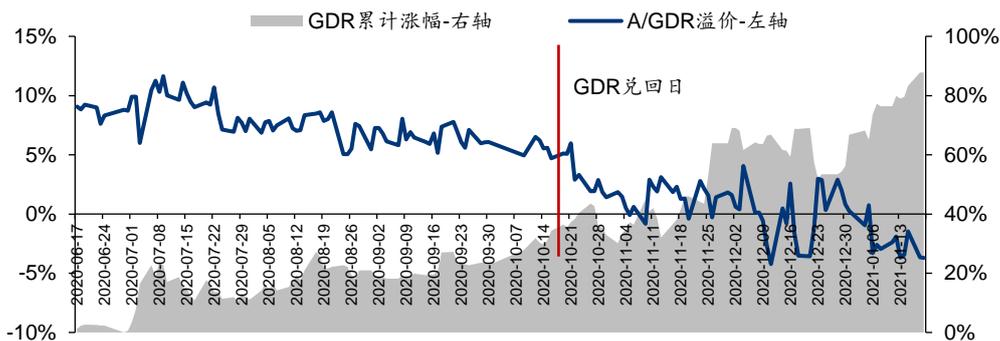
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

市场情绪：不确定压力弱化，市场认可度提升

GDR 不确定性弱化，交易层面冲击减弱

公司于2020年6月发行1.1亿份GDR，发行时折价幅度约10%，GDR兑回已于2020年10月20日开始，彼时GDR自发行后的累计涨幅已达36%，也是发行后的最高涨幅，A/GDR溢价为4.7%，海外投资者已实现较为丰厚的投资回报。至2020年末，A/GDR溢价仅为0.26%，而截至2021年1月19日收盘，A/GDR已变为折价3.7%，考虑到手续费等费用支出，GDR兑回相较于直接卖出无套利空间，我们认为GDR带来的不确定压力弱化，交易层面的冲击减弱。

图表30：公司A/GDR溢价逐步减少

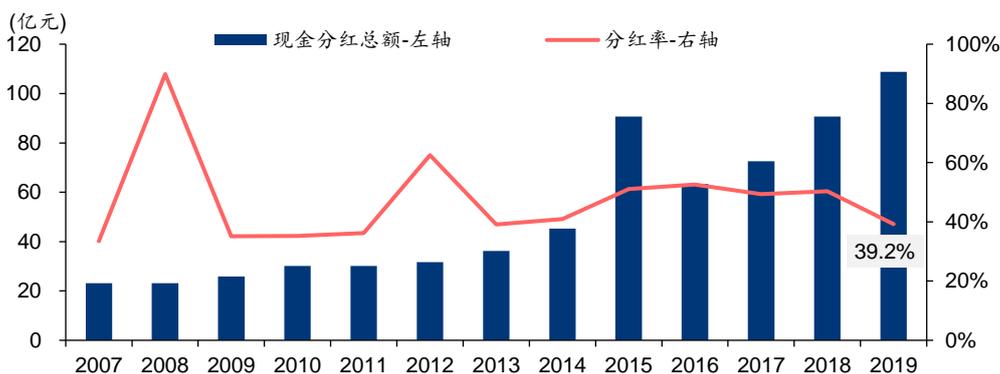


资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

高分红属性受认可，增持加码彰显长远信心

长期维持高分红率，夯实分红总额稳定性。太保近十年来平均分红率达45%以上，即使在新业务承压的年份，也能维持近40%的分红水平，给予股东充分的业绩回报，在金融机构中具有显著的竞争优势。公司于2019年首次披露营运利润，并表示未来分红率会综合考虑净利润、营运利润和偿付能力，我们认为此次调整有望夯实分红的稳定性，实现分红总额的稳健增长。

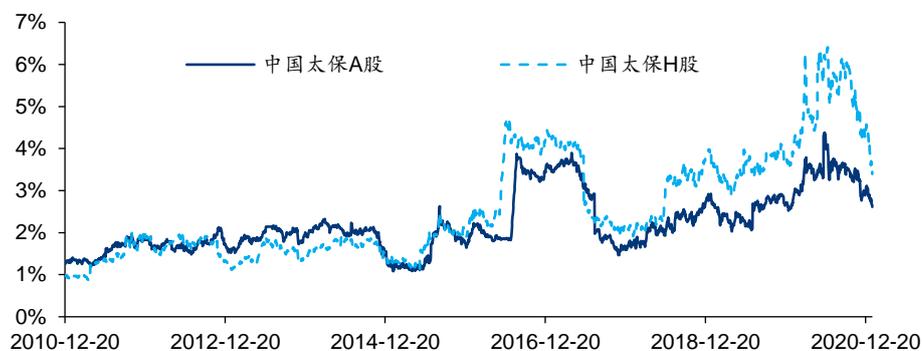
图表31：公司历史分红率水平维持高位



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

机构股东持续增持，彰显长远信心。高分红率叠加低估值，推动公司股息率走高，市场竞争力增强，配置机遇逐步受到市场认可，包括 Schrodgers (SDR LN)、JPMorgan Chase (JPM US) 在内的外资机构，和人寿集团、人寿股份、上海国资等中资机构股东持续增持，已成为追求绝对收益机构的优选配置标的，彰显了机构投资者对公司长远发展的信心。

图表32： 公司股息率持续攀升并维持高位



注：股息率（近12个月）=近12个月现金股利总和/当日股票市值

资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测: 1) 寿险业务: 受疫情影响代理人线下展业受显著冲击, 新单期交大幅下滑, 我们预计 2020-22 年代理人渠道新单期交增速为 -33.4%、5.0%、5.0%; 在期交销售乏力背景下, 公司推动趸交业务发展以推动规模提升, 我们预计 2020-22 年趸交增速为 7%、25%、30%, 进而共同推动新保业务增速达 -26.7%、9.9%、11.9%。2) 财险业务: 根据 1 月 19 日披露的保费数据, 2020 年车险增速为 2.6%, 非车险增速为 31.8%, 我们认为随着低基数效应叠加销售环境回暖, 2021-22 年车险增速分别为 5.0%和 5.0%; 非车险业务持续保持强劲增长动态, 预计 2021-22 年增速保持 32%。3) 价值指标: 公司新业务价值率在过去转型期已达到高位, 但公司 2021 年开门红战略重启, 我们预计 Margin 在高位水平会有小幅调整, 预计 2020-22 年 Margin 分别为 46%、44%、42%, 推动 2020-22 年寿险 NBV 增速分别为 -17.6%、7.8%、9.3%; 公司深化转型夯实存量业务基础, 预计寿险业务预期回报率保持稳定, 我们预计 2020-22 年维持 9.2%水平。4) 财险业务品质: 公司财险业务品质持续优化, 综合成本率持续改善, 但 2020 年由于经济环境影响导致业务品质有所拖累, COR 小幅上升至 98.4%, 未来随着商车费改推进与规模效应深化, 费用率逐步改善, 让利于消费者的指引下, 赔付率小幅抬升, 整体实现 COR 稳中微降。

图表33: 核心盈利预测指标假设

(百万元)		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
寿险保费							
新保业务		49,484	46,704	39,594	29,035	31,898	35,699
	YoY	32.3%	-5.6%	-15.2%	-26.7%	9.9%	11.9%
期交		47,083	42,515	33,000	21,977	23,076	24,230
	YoY	31.2%	-9.7%	-22.4%	-33.4%	5.0%	5.0%
趸交		2,401	4,189	6,594	7,058	8,823	11,469
	YoY	58.8%	74.5%	57.4%	7.0%	25.0%	30.0%
财险保费							
车险		81,808	87,976	93,218	95,671	100,455	105,477
	YoY	7.4%	7.5%	6.0%	2.6%	5.0%	5.0%
非车险		22,806	29,832	39,761	52,424	69,120	91,133
	YoY	13.9%	30.8%	33.3%	31.8%	31.8%	31.8%
寿险 Margin		39.4%	43.7%	43.3%	46.0%	44.0%	42.0%
寿险 NBV		26,723	27,120	24,597	20,259	21,844	23,866
	YoY	40.3%	1.5%	-9.3%	-17.6%	7.8%	9.3%
寿险业务预期回报率		9.66%	9.71%	9.26%	9.20%	9.20%	9.20%
财险业务综合成本率		98.8%	98.4%	98.3%	98.4%	98.2%	98.0%
财险业务费用率		38.9%	42.2%	38.1%	38.0%	37.7%	37.5%
财险业务赔付率		59.9%	56.2%	60.2%	60.4%	60.5%	60.5%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

估值: 我们预计公司 2020-22 年 EVPS 分别为 47.07、53.70、61.11 元, 以 2021 年 1 月 22 日收盘价测算, 保险公司上市同业 2021xPEV 平均估值为 0.80x。公司“长航行动”战略发布, 开门红战略重启加速推进业务修复, 叠加新管理层即将到位预期增强, 给予一定估值溢价, 给予公司 2021 年 0.9xP/EV 预期, 目标价 48.33 元(前值 45.68 元), 维持“买入”评级。

图表34: 上市险企可比公司估值表(截至 2021 年 1 月 22 日)

公司	代码	2021 年 P/EV
中国平安	601318 CH	0.94
中国人寿	601628 CH	0.86
新华保险	601336 CH	0.60
均值		0.80

注: 估值倍数来自华泰预测

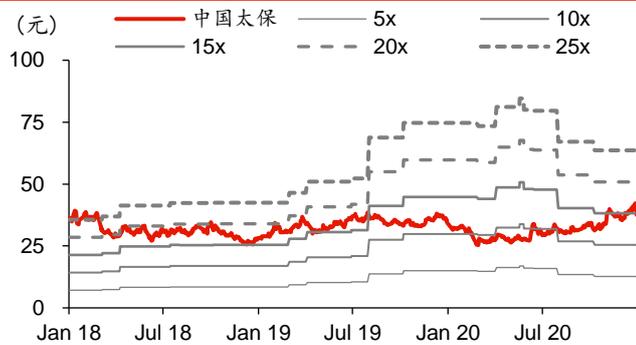
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

- 1、市场波动风险。公司利差利源主要是保费成本与投资收益差额，资本市场大幅波动可能带来险企投资收益急剧下降，投资端可能出现负增长甚至亏损，进而影响险企利润；
- 2、利率风险。固定利率工具使公司面临公允价值利率风险，浮动利率工具使公司面临现金流利率风险。利率下行可能缩窄利差空间，进而影响会计利润；
- 3、政策风险。保险行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏；
- 4、技术风险。当前保险行业加速推进金融科技运用，并投入了大量的成本。未来金融科技的发展及回报若低于预期，将会拖累行业整体表现；
- 5、消费者偏好风险。保险产品作为消费品，与需求端关系密切，保费收入若不及预期，可能导致整体行业业绩下滑。

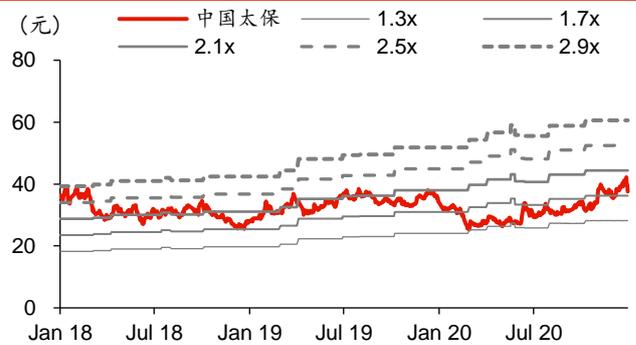
PE/PB - Bands

图表35：中国太保历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表36：中国太保历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
已赚保费	299,724	313,246	321,417	335,429	362,548
减: 提取未到期责任准备金	-4,608	-11,913	-12,224	-12,757	-13,788
投资收益	53,477	67,762	98,189	105,541	119,923
其他业务收入	3,117	3,484	2,687	2,687	2,687
营业收入	354,363	385,489	422,628	451,666	495,454
退保金	-12,641	-11,104	-13,297	-13,809	-14,470
赔付支出	-107,216	-128,541	-139,154	-151,887	-167,898
提取保险责任准备金	-105,078	-122,776	-140,266	-148,014	-163,247
手续费及佣金支出	-56,251	-46,853	-52,633	-56,239	-61,134
业务及管理费	-39,943	-45,439	-49,147	-51,675	-56,835
其他支出	-15,302	-14,917	-14,938	-15,645	-16,556
营业支出	-326,108	-357,422	-396,769	-423,180	-464,267
所得税费用	-9,574	388	-515	-568	-622
归母净利润	18,019	27,741	24,700	27,219	29,808
每股收益 (元)	1.99	3.06	2.57	2.83	3.10

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

内含价值表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
寿险年初内含价值	214,037	258,428	305,522	353,452	406,485
内含价值预期回报	20,792	23,924	28,108	32,518	37,397
新业务价值	27,120	24,597	20,259	21,844	23,866
投资回报差异	231	5,042	3,000	3,000	3,000
营运经验差异	-172	3,815	2,000	2,000	2,000
假设和模型变动	-1,085	-505	200	500	500
市场价值调整影响	3,001	215	3,000	3,000	3,000
股东股息	-8,420	-12,630	-11,836	-13,029	-14,152
其他	97	34	200	200	200
寿险业务年末内含价值	258,428	305,522	353,452	406,485	466,296
集团其他业务年初调整净资产	78,336	85,427	99,138	107,436	119,030
利润分配前净资产价值变化	13,581	22,473	17,672	19,474	21,327
利润分配	-7,474	-9,062	-10,874	-9,880	-10,888
市场价值调整变化	985	300	1,500	2,000	2,000
集团其他业务年末调整净资产	85,427	99,138	107,436	119,030	131,470
集团年末内含价值	336,141	395,987	452,831	516,588	587,905
每股内含价值 (元)	37.09	43.70	47.07	53.70	61.11

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

相关增速	2018	2019	2020E	2021E	2022E
已赚保费	13.7%	4.5%	2.6%	4.4%	8.1%
投资收益	2.9%	26.7%	44.9%	7.5%	13.6%
营业收入	10.8%	8.8%	9.6%	6.9%	9.7%
退保金	24.3%	-12.2%	19.7%	3.9%	4.8%
赔付支出	13.1%	19.9%	8.3%	9.1%	10.5%
提取保险责任准备金	-0.5%	16.8%	14.2%	5.5%	10.3%
手续费及佣金支出	19.0%	-16.7%	12.3%	6.9%	8.7%
业务及管理费	10.1%	13.8%	8.2%	5.1%	10.0%
营业支出	9.1%	9.6%	11.0%	6.7%	9.7%
归母净利润	22.9%	54.0%	-11.0%	10.2%	9.5%
新业务价值	1.5%	-9.3%	-17.6%	7.8%	9.3%
寿险业务内含价值	17.9%	20.7%	18.2%	15.7%	15.0%
集团内含价值	17.5%	17.8%	14.4%	14.1%	13.8%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

免责声明

分析师声明

本人，陶圣禹、沈娟、李健，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陶圣禹、沈娟、李健本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com