

中国太保 (601601.SH)

改革激励长青 康养协同发展 打开估值空间

机制优化及改革推动公司发展进入新阶段: 公司是国内首家“A+H+G”上市险企,引入瑞再作为基石投资,当前GDR兑回过半且溢价基本打平,交易层面不会对股价和估值产生明显影响。公司治理层及管理层有望推动公司经营持续改善,治理层方面由于瑞再和高瓴入股,公司审议并通过了提名 John Robert Dacey 先生及梁红女士为非执行董事候选人,将使得公司治理更为国际化、专业化。管理层方面,公司明确通过市场化、专业化方式从市场招募经理人。此外,去年底公司“长青计划”将推动激励机制的市场化改革;今年初公司发布“长航行动”,打造四大战略内核,布局“334”战略实施路径,引领公司未来发展。

健康及养老产业推动打开公司估值想象空间: 公司在2021年度工作会议中明确指出,“太保服务”全面推进、大健康布局迈出新步伐、养老社区全国多点开花是转型中太保的重要成果。1) 产品方面,重疾新规下公司推出金典人生,保障整体增加、创新前症保障且价格有所下降,并推动“重疾+太保蓝本+安享百万+特药保”的健康管理组合销售;2) 健康产业方面,公司在2020年下半年制定《2020-2025年的大健康发展规划》,明确未来定位为国内领先的健康保障综合服务提供商;3) 养老方面,通过太保家园推动“保险产品+养老社区+养老服务”综合解决方案,截至去年底太保家园已在6个城市落地7个项目。

产险表现持续优于行业,寿险长期践行价值导向: 在行业整体承压背景下,公司产险保费收入持续提升、综合成本率不断改善,车险注重客户经营及资源配置,非车把握行业及政策发展机会;寿险一直以来坚持价值导向发展,未来展望看,随着“长航行动”的持续推进以及行业景气度的改善,公司NBV增速有望明显恢复,代理人及公司高质量发展有望更进一步。

投资建议: 短期而言,资产端整体受益利率上行趋势,推动保险股估值向上;负债端看,太保更早的开门红准备以及1月末行业重疾销售超预期使得NBV增速持续改善,预计Q1及全年公司NBV增速分别为20%、16%,维持较高景气度。中期角度看,随着新重疾产品的上线,行业竞争环境明显改善,利好头部公司。长期展望,在公司机制优化以及改革的持续推动下,未来寿险板块有望加速高质量转型,凸显估值溢价。我们预计公司21E、22E净利润增速分别为23.1%、28.3%,EV增速分别为13.0%、12.8%,给予公司合理估值为1.1倍P/EV,较当前仍然有27%的空间,维持公司“买入”评级,积极关注个股机会。

风险提示: 管理层改善不及预期风险;寿险改革及治理机制改善不及预期风险;负债销售不及预期风险;长端利率下行风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	354,363	385,489	420,216	461,188	505,986
YoY(%)	10.8	8.8	9.0	9.8	9.7
净利润(百万元)	18,019	27,741	26,070	32,099	41,181
YoY(%)	22.9	54.0	-6.0	23.1	28.3
每股净资产	16.51	19.69	21.51	23.71	26.47
ROE(%)	11.97	15.47	13.34	14.93	17.20
EPS(摊薄/元)	1.99	3.06	2.88	3.54	4.54
P/EV(倍)	1.19	1.01	0.89	0.79	0.70

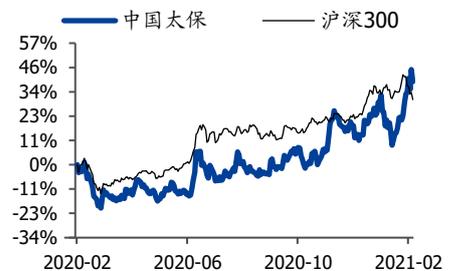
资料来源:贝格数据,国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	保险
前次评级	买入
最新收盘价	44.19
总市值(百万元)	425,122.89
总股本(百万股)	9,620.34
其中自由流通股(%)	71.15
30日日均成交量(百万股)	31.34

股价走势



作者

分析师 马婷婷

执业证书编号: S0680519040001

邮箱: mattingting@gszq.com

分析师 赵耀

执业证书编号: S0680519090002

邮箱: zhaoyao@gszq.com

相关研究

- 1、《中国太保(601601.SH): 个险继续深耕价值经营,关注代理人质量改善趋势》2020-08-24
- 2、《中国太保(601601.SH): 负债承压投资稳健 利润增长大超预期》2020-04-25
- 3、《中国太保(601601.SH): 短期压力不改长期价值发展 投资及营运经验贡献EV超预期增长》2020-03-22



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	15,323	14,872	16,210	18,172	20,135
交易性金融资产	11,835	4,931	5,375	6,025	6,676
买入返售金融资产	23,095	28,045	30,569	34,268	37,969
应收利息	19,282	19,493	21,247	23,818	26,391
保护质押贷款	49,194	57,194	62,341	69,885	77,432
可供出售金融资产	415,868	511,822	557,886	625,390	692,932
持有至到期投资	284,744	295,247	321,819	360,759	399,721
长期股权投资	17,472	20,442	22,282	24,978	27,675
投资性房地产	8,542	8,283	9,028	10,121	11,214
定期存款	128,396	147,756	161,054	180,542	200,040
应收款项类投资	272,015	324,013	353,174	395,908	438,666
固定资产	15,058	16,378	17,852	20,012	22,173
在建工程	3,386	1,987	2,166	2,428	2,690
其他资产	71,749	77,870	80,243	89,434	98,638
资产总计	1,335,959	1,528,333	1,661,248	1,861,740	2,062,354
卖出回购金融资产	75,075	78,366	85,419	95,755	106,096
预收保费	16,384	21,000	24,721	29,641	35,539
应付赔付款	20,789	21,712	23,593	28,029	33,298
应付保单红利	26,501	25,447	27,152	29,831	33,798
保户储金及投资款	62,325	75,576	77,810	89,313	102,337
责任准备金	920,078	1,068,370	1,170,969	1,314,408	1,447,260
其他负债	60,759	54,542	51,784	55,019	59,279
负债	1,181,911	1,345,013	1,461,449	1,641,995	1,817,608
股本	9,062	9,062	9,062	9,062	9,062
资本公积	66,635	66,650	66,650	66,650	66,650
未分配利润	54,610	70,602	83,637	99,687	120,278
其他综合收益等	2,792	12,949	14,244	15,668	17,235
少数股东权益	4,472	4,893	4,893	4,893	4,893
所有者权益合计	154,048	183,320	199,799	219,745	244,745

盈利指标 (元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
ROA	1.38	1.86	1.60	1.76	2.04
ROE	11.97	15.47	13.34	14.93	17.20
EPS	1.99	3.06	2.88	3.54	4.54
BVPS	16.51	19.69	21.51	23.71	26.47
每股内含价值	37.09	43.70	49.82	56.28	63.50
每股新业务价值	2.99	2.71	2.01	2.33	2.63
P/E(倍)	22.2	14.4	15.4	12.5	9.7
P/B(倍)	2.7	2.2	2.1	1.9	1.7
P/EV(倍)	1.19	1.01	0.89	0.79	0.70

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	354,363	385,489	420,216	461,188	505,986
已赚保费	299,724	313,246	338,306	372,136	409,350
投资收益	53,477	67,762	77,926	83,381	90,885
公允价值变动收益	-2,168	801	-64	1,218	852
其他业务收入	3,330	3,680	4,048	4,453	4,898
营业支出	326,108	357,422	385,509	418,478	450,501
退保金	12,641	11,104	11,502	12,280	13,099
赔款支出(减摊回)	97,782	117,683	118,407	130,248	143,272
提取保险责任准备金	104,758	121,286	143,103	149,599	155,144
保单红利支出	11,263	10,777	11,164	11,908	13,099
营业税金及附加	900	882	1,015	1,116	1,228
手续费及佣金支出	56,251	46,853	47,363	55,820	61,402
业务及管理费用	34,506	38,021	41,273	44,656	49,122
其他业务支出	6,905	8,362	9,031	9,934	10,927
资产减值损失	1,102	2,454	2,650	2,915	3,207
营业利润	39,943	45,439	34,707	42,710	55,484
利润总额	28,008	27,966	34,606	42,609	55,383
所得税	9,574	-388	7,959	9,800	13,292
净利润	18,434	28,354	26,646	32,809	42,091
减: 少数股东损益	415	613	576	709	910
归母净利润	18,019	27,741	26,070	32,099	41,181

关键指标

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润(亿)	180.19	277.41	260.70	320.99	411.81
归母净利润增速	22.9%	54.0%	-6.0%	23.1%	28.3%
已赚保费增长率(%)	13.72	4.51	8.00	10.00	11.00
个险新单保费(亿)	467.04	395.94	336.83	401.50	441.65
新单保费增速	-5.6%	-15.2%	-14.9%	19.2%	10.0%
新业务价值(亿)	271.20	245.97	182.02	211.14	238.59
新业务价值增速	1.5%	-9.3%	-26.0%	16.0%	13.0%
寿险内含价值(亿)	2584.28	3055.22	3472.49	3909.34	4382.49
寿险内含价值增速	20.7%	18.2%	13.7%	12.6%	12.1%
集团内含价值(亿)	3361.41	3959.87	4514.61	5100.36	5754.40
集团内含价值增速	17.5%	17.8%	14.0%	13.0%	12.8%
集团 ROEV	18.8%	16.2%	13.0%	12.5%	12.3%
总投资资产(亿)	12491	14317	15605	17493	19383
总投资资产增速	14.2%	14.6%	9.0%	12.1%	10.8%
净投资收益率(%)	4.9	4.9	4.7	4.6	4.6
总投资收益率(%)	4.6	5.4	5.0	4.8	4.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、机制优化及改革推动公司发展进入新阶段	4
1.1 治理机制不断完善，人才推动经营改善	4
1.2 推动市场化激励方案，“长航行动”引领发展	5
二、健康及养老产业推动打开公司估值想象空间	5
2.1 重疾新规下推出主力新产品，吸引力明显提升	5
2.2 制定五年大健康发展规划，打通壁垒推动健康管理组合销售	6
2.3 太保家园加速落地，养老产业不断深化	7
三、产险行业整体承压，公司表现持续优于行业	8
四、寿险长期践行价值导向，高质量发展路线有望更进一步	9
五、公司估值及投资建议	10
风险提示	11

图表目录

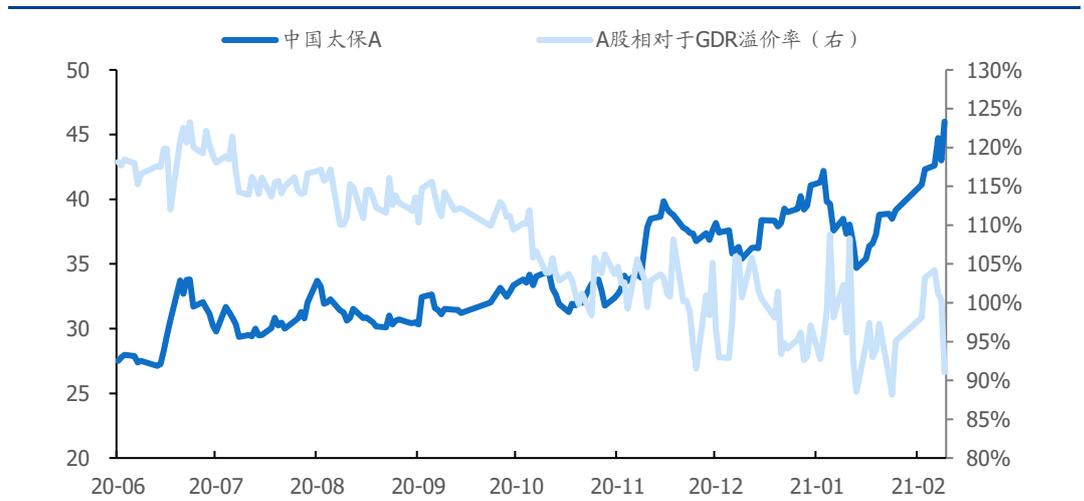
图表 1: 中国太保 A 股与 GDR 的溢价率情况 (元)	4
图表 2: 2020 年太保新提名非执行董事候选人情况	4
图表 3: 太保金系列主力产品比较情况	6
图表 4: 太保蓝本主要内容	7
图表 5: 太保家园布局情况	8
图表 6: 上市险企财险总保费收入及增速情况 (亿元)	8
图表 7: 上市财险公司综合成本率情况	8
图表 8: 太保财险车险业务方面强调模式转变与能力建设	9
图表 9: 中国太保 NBV 及 Margin 情况 (亿元)	9
图表 10: 中国太保寿险总保费结构情况	9
图表 11: 中国太保月均健康及绩优人力占比当前短期有压力	10
图表 12: 中国太保着力打造三支关键队伍	10
图表 13: 上市险企 2021E 公司 EV 预计情况 (百万元)	10
图表 14: 上市险企 P/EV 估值情况	11

一、机制优化及改革推动公司发展进入新阶段

1.1 治理机制不断完善，人才推动经营改善

中国太保是国内首家“A+H+G”上市险企：2020年6月公司发行GDR在伦交所正式上市，实际发行数量为1.12亿份，每份代表5股中国太保A股股价，对应A股占总股本的约5%。本次发行引入瑞再作为基石投资，锁定期三年，有助于在改善公司治理结构的同时，积极探索与全球顶级再保公司在产品定价、设计、风险管理等方面的合作。120天锁定期满后，A股较GDR的溢价已经基本打平，交易层面不会对股价和估值产生明显影响。截至2021年1月27日伦交所收盘，GDR持续兑回，存续数量不足实际发行数量的50%。

图表1：中国太保A股与GDR的溢价率情况（元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

治理层及管理层有望推动公司经营持续改善：管理层方面，目前公司明确按照市场化、国际化、专业化、法制化原则在市场中寻觅潜在合格候选人。治理层方面，由于GDR引入瑞再及高瓴持有超过3%股权，2020年7月公司审议并通过了提名John Robert Dacey先生及梁红女士为第九届董事会非执行董事候选人，同时梁红女士的资格已于2月获得银保监会批复。两位候选人均具备长期境内外的研究、管理相关经历，将使得公司治理更为国际化、专业化。

图表2：2020年太保新提名非执行董事候选人情况

姓名	主要任职经历
John Robert Dacey 先生	美国国籍，1960年5月出生，现任瑞士再保险集团首席财务官、执行委员会委员。Dacey先生曾任麦肯锡（McKinsey & Company）咨询合伙人，丰泰保险（Winterthur Insurance）首席策略官、执行委员会委员，安盛保险集团（AXA）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。Dacey先生亦曾担任新华人寿保险股份有限公司（上交所证券代码：601336，香港联交所证券代码：1336）非执行董事。
梁红女士	1968年10月出生，现任高瓴资本集团旗下产业与创新研究院院长。梁女士曾任国际货币基金组织经济学家，高盛公司中国首席经济学家、董事总经理、亚太经济研究联席负责人，中国国际金融有限公司管理委员会委员、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，国盛证券研究所

1.2 推动市场化激励方案，“长航行动”引领发展

“长青计划”推动激励机制的市场化改革：2020年底，公司率先实施长期收入激励约束机制“长青计划”，覆盖总部和分支机构核心管理和业务团队。“长青计划”将现金激励方案与长期业绩挂钩，包括寿险NBV、营运利润以及产险综合成本率等核心指标，并引入市值管理考核，推动激励分配机制的更新与再造，进一步提升核心管理层、关键岗位和优秀人才薪酬水平的市场竞争力，同时体现基层一线倾斜的总体导向。

“长航行动”打造四大战略内核，布局“334”战略实施路径：今年1月，公司发布“长航行动”，旨在秉持长期主义理念，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，坚持高质量发展、坚持以客户为中心、坚持科技创新、坚持以人为本，着力打造卓越的保险企业。在“长航行动”引领下，中国太保寿险将着力打造队伍升级、赛道布局、服务增值、数字赋能四大战略内核，并立足近期业务增长、远期动能蓄势和底层能力支撑三个方面，构建“334”战略实施着力点。中国太保寿险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四4大战略支撑点。

二、健康及养老产业推动打开公司估值想象空间

公司在2021年度工作会议中明确指出，“太保服务”全面推进、大健康布局迈出新步伐、养老社区全国多点开花是转型中太保的重要成果。

2.1 重疾新规下推出主力新产品，吸引力明显提升

太保延续金系列产品，推出金典人生：太保一直以来以金系列作为保障型产品的主打，从12年底的金佑人生到18年中的金诺人生，再到19年中的金福人生，当前新定义下太保延续金系列产品的销售，于1月正式推出金典人生作为后期保障型产品的主力。

保障整体增加，创新前症保障，价格较金福下降：金典人生较原来的主力金福人生，大致的变化在于：1)重症数量增加15种至120种；2)轻症数量增加5种至60种，同时最高赔付次数由3次增加至5次；3)在上市同业中创新增加前症责任，主要是在重疾的前期，针对如增生、结节、息肉等症状，进行1次最多10%保额的赔付，部分中小公司产品中也包含此责任。产品价格方面，较金福大约下降3%，此外缴费期还减少一期，累计保费（不考虑贴现）大约下降8%左右。

图表3: 太保金系列主力产品比较情况

产品	金诺人生2018	金福人生(成人版)	金典人生	
上线时间	2018年7月	2019年7月	2021年1月	
基本信息	等待期	180天	180天	
	保险期限	终身	终身	
	缴费期	趸交/5/10/20年	趸交/5/10/15/20年	趸交/5/9/14/19年
	投保年龄	0-65岁	0-65岁	0-65岁
基本保障内容	重疾	100种, 100%保额×1次	105种, 100%保额×1次	120种 , 100%保额×1次
	轻症	50种, 最多3次×20%保额	55种, 最多3次×20%保额	60种 , 最多 5次 ×20%保额
	其他	轻症豁免余期未交保费;	【可选】重、轻症豁免余期未交保费;	【可选】重、轻症豁免余期未交保费; 6种前症, 最多1次×10%保额
身故、全残及疾病终末期保险金	必选: 身故, 保额	必选: 身故, 保额	必选: 身故, 保额	
30岁男性/20年/50万/终身/纯重疾	14050	15430	14950 (19年)	
特点	基础款重疾	全生命周期保障, 少儿特定重疾、成人重疾失能、老年特定重疾均双倍保额。	20种成人特定重疾额外100%保额。	

资料来源: 公司公告, 保险师, 国盛证券研究所

2.2 制定五年大健康发展规划, 打通壁垒推动健康管理组合销售

太保在健康及养老两大产业方向不断发力, 通过“保险产品+医药资源+健康管理”及“保险产品+养老社区+养老服务”, 推动康养产业及保险融合。

制定五年大健康发展规划, 构建三大平台: 2020年下半年, 公司制定《2020-2025年的大健康发展规划》, 明确公司未来定位为国内领先的健康保障综合服务提供商。具体看, 公司计划打造覆盖客户全生命周期的健康管理生态圈, 并运用大数据等支撑传统产品设计及风险管理, 聚焦健康管理、医疗及大数据领域人才建设, 并计划构建三大平台: 专业健康险公司以实现实现专业化经营、互联网医疗平台以打通“医、药、险”并形成线上线下健康管理服务能力、健康产业投资基金以进一步完善健康产业生态布局并赋能保险主业。

产品层面, 太保蓝本+安享百万+特药保共同推动健康管理组合落地: 太保当前除了更新主力重疾更新以外, 当前开始推动重疾+太保蓝本+安享百万+特药保的健康管理组合销售。

太保蓝本: 太保蓝本是整合内外部资源为客户打造的“健康服务+保险产品”一体化解决方案, 内容覆盖诊前、诊中、诊后的健康管理、就医绿色通道和高端医疗服务。太保蓝本分为普惠版、专业版、尊享版三类, 其中普惠版可免费注册绑定, 无需持有公司有效保单; 专业版及尊享版针对保单客户, 大体分为小病不出门、大病选三甲、呵护更长久、福利惠全家四个方面。

图表4: 太保蓝本主要内容

服务亮点	服务项目达标条件	具体内容	专业版	尊享版		
			3500元/件	10000元/件	30000元/件	60000元/件
小病不出门	健康咨询	由包括全科及内外妇儿等各科专家帮助解答医学健康相关的问题, 并给予相应的健康指导方案。专业的咨询团队由具有10年以上临床经验全科医生提供健康咨询, 并精选北京、上海、广州等地权威三甲医院各科知名专家作为顾问团队, 协助处理疑难问题。	不限次/年	不限次/年		
	视频医生专业版	由全国领先全职全科医生通过视频为客户提供7×24小时全年不限次的咨询服务, 服务范围包含就医指导、健康管理指导、轻症咨询、重症咨询等	不限次仅首年	不限次仅首年		
大病选三甲	三甲专家预约	对症预约北京、上海等357个重点城市2800余家公立医院副主任医师及以上专家, 通常7个工作日内安排就诊。支持全国排名前50三甲医院指定科室和专家级别(不指定具体专家)。	1次/年	不限次/年		
	三甲专家病房		1次/年	不限次/年		
	三甲专家手术		1次/年	不限次/年		
	陪诊服务	安排专业服务人员, 提供全国75个重点城市1500余家公立医院就医陪诊服务, 帮助客户处理就医过程中的各种繁琐事务, 包括门诊提醒、排队取号、门诊陪同、检查化验陪同、缴费协助、取药、诊后关怀等。	1次/年	不限次/年		
	二次诊疗	是在个人罹患重大疾病或遭受意外伤害并已获得诊断(第一次医疗意见)基础上, 咨询国内顶级医生或医疗机构的服务, 向客户提供专业书面医疗建议。该服务主要针对危及生命或改变生命状态疾病, 如癌症、良性肿瘤、先天性心脏病等。	1次/年	不限次/年		
	多学科会诊	由多学科资深专家以共同讨论的方式, 为患者制定个性化诊疗方案。该服务尤其适用于肿瘤、肾衰、心衰等复杂疾病的诊疗。患者在治疗前可以得到由内外科、影像科及相关学科专家等组成的专家团队的综合评估, 以共同制定科学、合理、规范的治疗方案。	1次/年	不限次/年		
	海外就医协助	精选全球优质医疗资源, 提供新加坡、日本、美国、德国等海外医疗目的地的医疗咨询、预约、会诊、报告解读服务, 通常7-10个工作日内反馈安排结果。	1次/年	不限次/年		
	120急救补贴	帮助客户报销因120急救产生的救护车出车费、救护车医护人员出诊费及对急救对象实施救治的急救费等, 单次最高报销200元。	1次/年	不限次/年		
呵护更长久	服务期限		保单交费期	保单交费期	被保险人: 保单交费期 直系亲属: 3年	
福利惠全家	服务对象		仅被保险人	仅被保险人	被保险人+指定3/5名直系亲属 直系亲属所有服务1次每年/不限次	

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

2.3 太保家园加速落地, 养老产业不断深化

通过太保家园推动“保险产品+养老社区+养老服务”综合解决方案: 公司养老产业主要通过太保养老投资公司落地, 该子公司成立于2014年, 是国内保险行业首家养老产业投资管理平台, 截至2020年11月底, 管理资产超过58亿元。太保养老投资公司积极推进“太保家园”系列产品投资布局, 未来三到五年, 首期用于养老不动产的投资金额100亿元左右, 将在长三角、大湾区、环渤海、成渝及中部地区落地13-14个颐养、康养、乐养型高端养老社区项目。目前截至2020年底, 太保家园已在上海、南京、成都、大理、厦门、杭州等6个城市落地7个项目, 在建床位超过6300张, 储备养老床位近1.1万张; 年度累计发放太保家园养老资格函超过3200份, 累计超过1万份。

图表 5: 太保家园布局情况

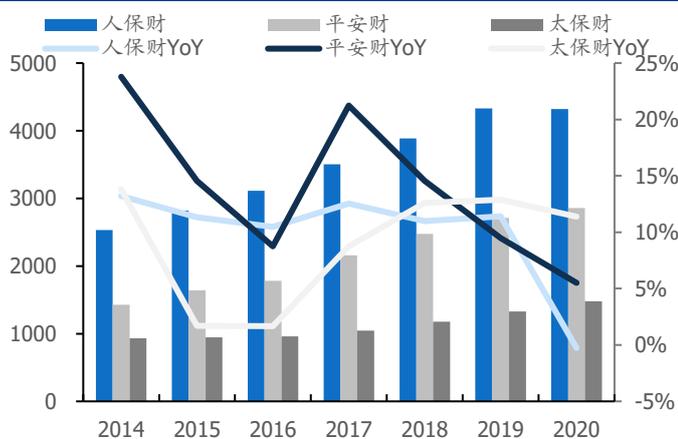


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

三、产险行业整体承压，公司表现持续优于行业

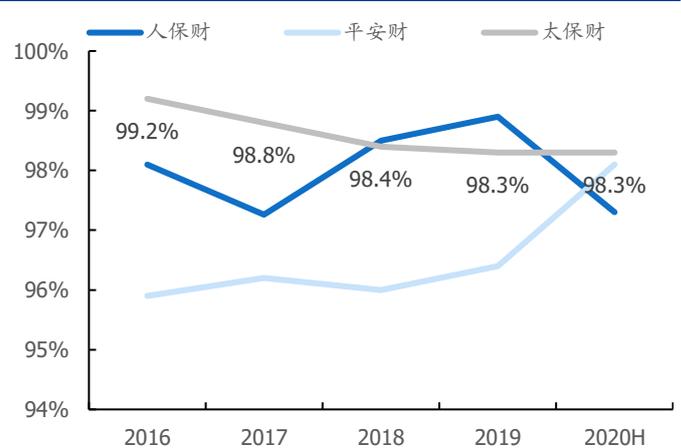
公司产险保费收入持续提升、综合成本率不断改善：产险业务方面当前受到车险综合改革影响，行业增速整体有所压力，但太保财险自 2019 年以来保费收入增速持续引领上市同业，并且综合成本率在近年来也呈现明显不断下行的态势。2021 年 1 月上市财险公司人保财、平安财及太保财总保费收入增速分别为 1.2%、-13.2%、5.6%，增速领先趋势延续。

图表 6: 上市险企财险总保费收入及增速情况 (亿元)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 7: 上市财险公司综合成本率情况

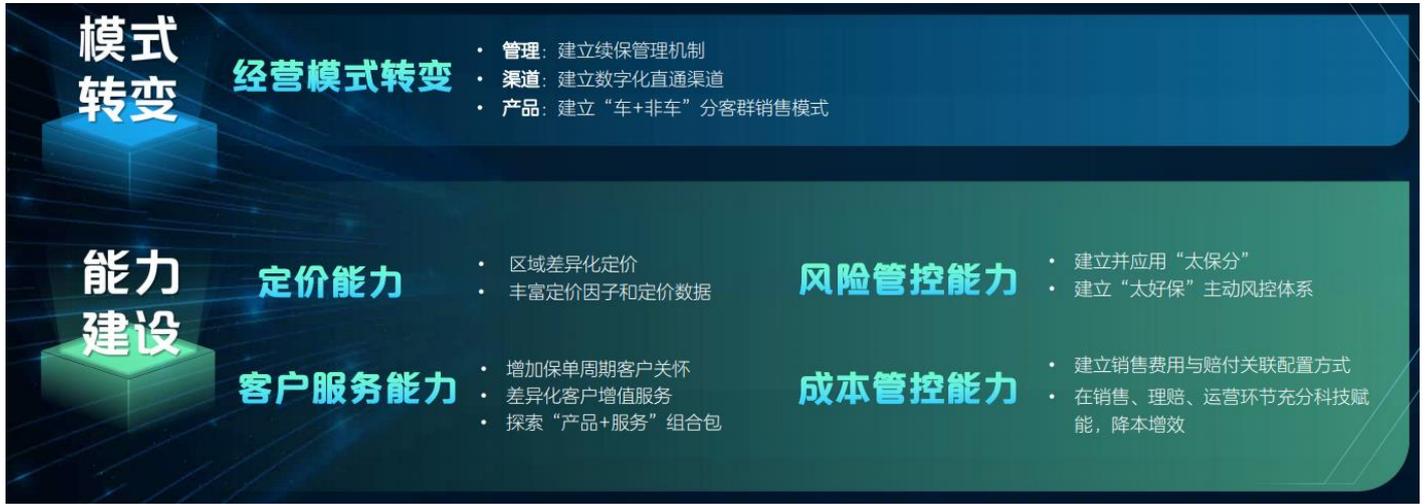


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

车险注重客户经营及资源配置，非车把握行业及政策发展机会：太保在车险业务方面，注重稳固优质客户经营与细化资源统筹配置，不断提升车险定价能力、风险管控能力、

客户服务能力以及成本管控能力；非车方面关注行业机会，把握农险发展策略机遇，不断提升创新能力。同时全国以京津冀、长三角、粤港澳为中心，省级层面以省会为中心，并积极进行科技赋能。

图表 8: 太保财险车险业务方面强调模式转变与能力建设

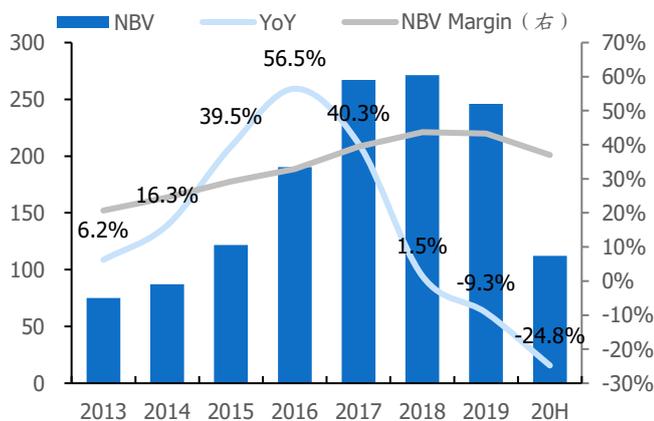


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

四、寿险长期践行价值导向，高质量发展路线有望更进一步

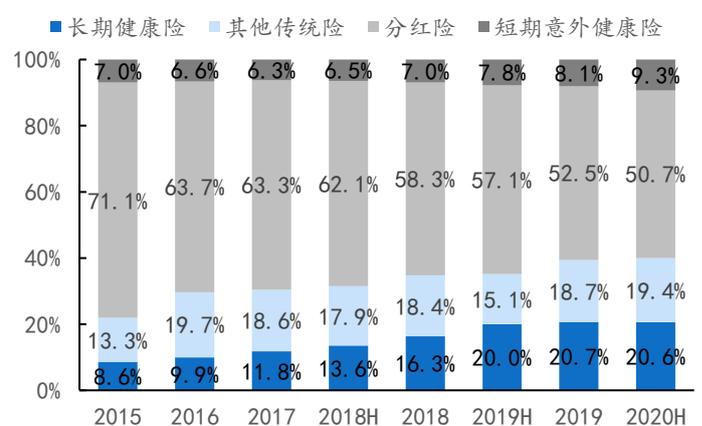
太保寿险一直以来坚持价值导向发展: 公司一直以来坚持价值发展, NBV Margin 长期高于行业平均水平, 当前仍维持在 40%左右; 险种结构方面, 长期健康险占比稳步提升, 2020H 占到公司总保费收入的 20%以上, 历史经验看, 公司也较少大规模销售低价值产品, 寿险质地相对较为优良。

图表 9: 中国太保 NBV 及 Margin 情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 中国太保寿险总保费结构情况

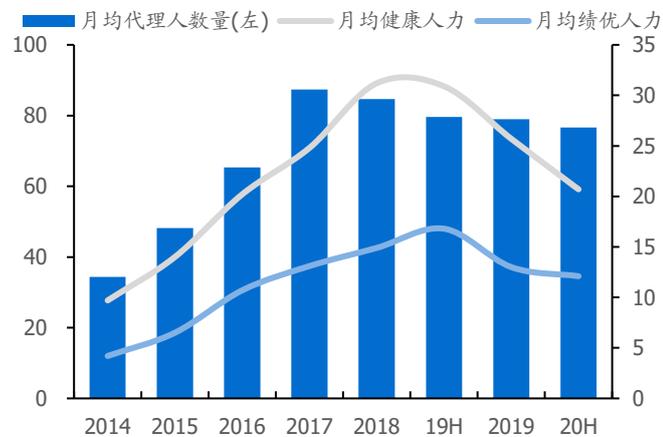


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

代理人推动三支关键队伍建设, 但近年来受诸多因素影响, 持续承压: 公司 2017 年正式启动转型 2.0, 代理人层面着重打造三支关键队伍, 关注核心人力、顶尖绩优人力及新

生代人力发展，并通过线上智学院平台+线下培训集约化管理的模式优化培训体系，并加强对销售展业、优增、服务等方面的支持。月均健康、月均绩优人力占比持续提升，但随着2018年以来行业景气度下行，叠加2020年疫情影响，公司代理人持续承压。

图表 11: 中国太保月均健康及绩优人力占比当前短期有压力



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 中国太保着力打造三支关键队伍



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

未来展望看, 随着“长航行动”的持续推进以及行业景气度的改善, 公司 NBV 增速有望明显恢复, 代理人及公司高质量发展有望更进一步。

五、公司估值及投资建议

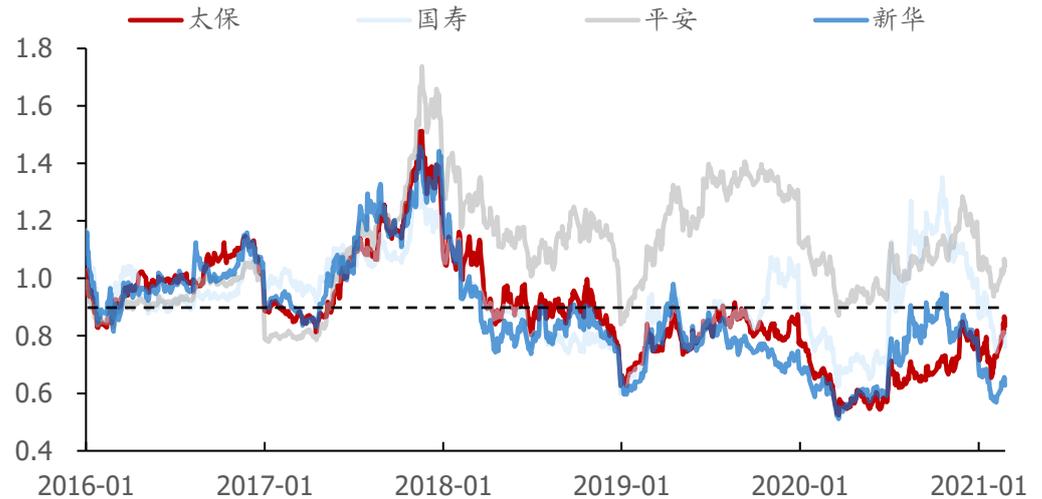
我们预计 21E、22E 公司 EV 增速分别为 13.0%、12.8%、12.8%，当前股价对应公司 21 年 P/EV 为 0.83 倍，2016 年以来公司平均的估值中枢大约为 0.9 倍，估值仍未修复到中枢水平。

图表 13: 上市险企 2021E 公司 EV 预计情况 (百万元)

2021预测	国寿		平安寿		平安		太保寿		太保		新华	
2021年初EV	1,087,102		824,574		1,328,112		347,249		451,461		228,738	
EV预期回报	89,142	8.2%	73,387	8.9%	73,387	5.5%	31,252	9.0%	31,252	6.9%	21,273	9.3%
NBV	64,028	5.9%	57,011	6.9%	57,011	4.3%	21,114	6.1%	21,114	4.7%	10,591	4.6%
分散效应	-	-	13,193	1.6%	13,193	1.0%	3,125	0.9%	3,125	0.9%	-	-
评估方法、模型和假设变化	-1,087	-0.1%	0	0.0%	0	0.0%	-1,042	-0.3%	-1,042	-0.3%	0	0.0%
运营经验差异	2,174	0.2%	1,649	0.2%	1,649	0.1%	1,389	0.4%	1,389	0.4%	686	0.3%
投资回报差异	2,174	0.2%	-8,246	-1.0%	-8,246	-0.6%	694	0.2%	694	0.2%	915	0.4%
市场价值和其他调整	5,436	0.5%	-1,649	-0.2%	-649	0.0%	1,736	0.5%	2,136	0.6%	0	
股东红利分配	-8,697	-0.8%	-44,527	-5.4%	-41,171	-3.1%	-14,584	-4.2%	-10,835	-2.4%	-2,974	-1.3%
其他业务当年利润				0.0%	59,765	4.5%	0	0.0%	8,578	1.9%	0	0.0%
2021EV	1,240,272	14.1%	915,393	11.0%	1,483,051	11.7%	390,934	12.6%	510,036	13.0%	259,229	13.3%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 上市险企 P/EV 估值情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

短期而言, 资产端整体受益利率上行趋势, 推动保险股估值向上; 负债端看, 太保更早的开门红准备以及 1 月末行业重疾销售超预期使得 NBV 增速持续改善, 预计 Q1 及全年公司 NBV 增速分别为 20%、16%, 维持较高景气度。中期角度看, 随着新重疾产品的上线, 行业竞争环境明显改善, 利好头部公司。长期展望, 在公司机制优化以及改革的持续推动下, 未来寿险板块有望加速高质量转型, 凸显估值溢价。我们预计公司 21E、22E 净利润增速分别为 23.1%、28.3%, EV 增速分别为 13.0%、12.8%, 给予公司合理估值为 1.1 倍 P/EV, 较当前仍然有 27% 的空间, 维持公司“买入”评级, 积极关注个股机会

风险提示

- 1) 管理层改善不及预期风险;
- 2) 如公司未来寿险改革及治理机制改善不及预期, 可能会对估值产生影响;
- 3) 负债销售如不及预期, 可能会对公司估值产生压力;
- 4) 长端利率下行风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com