

寿险改革主导 2021 年发展

华泰研究

2021 年 3 月 15 日 | 中国内地

更新报告

金融/保险

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

50.00

研究员

SAC No. S0570521010001
SFC No. AWF297

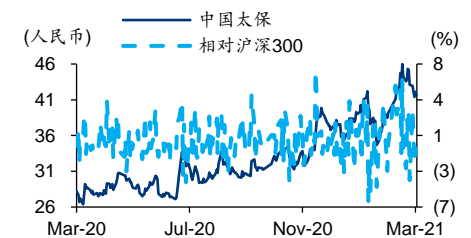
李健, PhD

lijian@htsc.com
00852-36586112

基本数据

目标价(人民币)	50.00
收盘价(人民币 截至 3 月 12 日)	41.67
市值(人民币百万)	400,880
6 个月平均日成交额(人民币百万)	1,800
52 周价格范围(人民币)	26.37-46.00
BVPS(人民币)	21.08

股价走势图



资料来源: Wind

改革成为 2021 年主题词

中国太保(太保)于 2H19 开始寿险改革,目标是提升代理人团队的效率,单纯的人力规模增长不再是管理重心。2020 年的新冠疫情对保险业务发展造成严重冲击,也在一定程度上打乱了改革进展步骤。随着疫情在 2H20 逐渐得到控制,太保多次重申了继续坚持改革的决心。公司近期在公司治理层面有改观,吸引了投资者的注意力。太保盈利能力强劲,营运利润在 1H20 获得了 28% 的同比增长,为寿险改革提供了有力的财务保障。我们将 2020/2021E/2022E EPS 调整至 2.88/3.28/3.76 元,基于分部估值法的目标价提升 3.5% 至人民币 50.00 元,对应 1.0x 2021E PEV, 维持买入评级。

重申寿险改革目标

太保管理层在过去几个月中不断重申了公司坚持改革寿险业务的决心。具体而言,改革聚焦于提升代理人质量,提升代理人队伍的产能和稳定性,告别过往以代理人数量扩张推动业务增长的模式。此外,董事会改组并引入多位市场人士,商议建立核心员工激励机制等举措让投资者看到了管理层市场化改革的方向和决心。我们认同改革方向,认为高质量的代理人队伍是长期可持续发展的基础。我们预计太保的代理人队伍在未来会大致稳定在 80 万人左右,而其中高质量的代理人占比会逐渐提升。我们预计 2021 年太保寿险业务会实现 14% 首年新单保费增长和 13% 的新业务价值增长。

财产险经受车险改革冲击

财产险业务在 2021 年将受到车险改革带来的冲击。中国银保监会在 2020 年 9 月实施了最新一次的车险改革,改革的初衷是降低销售佣金从而降低车险价格。改革实施后车险价格出现了 20% 以上的降幅。太保财产险保费在 2021 年 1 月实现了 5.6% 的同比增长,低于 2020 年的 10.8% 增速。我们认为这是受到车险价格下降的影响。作为最大的业务条线,我们认为车险保费的下滑将拉低财产险保费在 2021 年的增速。我们预计 2021 年财产险保费将下滑 5.1%, 其综合成本率(COR)为 99.2%。

上调盈利预测和目标价

我们更新了财务模型,将 2020/2021/2022 年 EPS 预测上调 12.0%/15.9%/21.3%,以反映更好的增长预期。我们将 2020 年寿险新业务价值增速预测下调 8.5 个百分点,并将 2021/2022 年增速预测上调 5.1/2.7 个百分点,以反映我们对公司寿险改革更好的预期。我们使用分部加总估值法,对公司各业务分部进行 DCF 估值进而加总,我们对基于分部加总估值法的目标价从 48.33 元上调至 50.00 元。

风险提示:寿险代理人产能和规模显著恶化;产险承保利润显著恶化;公司遭受重大投资损失。

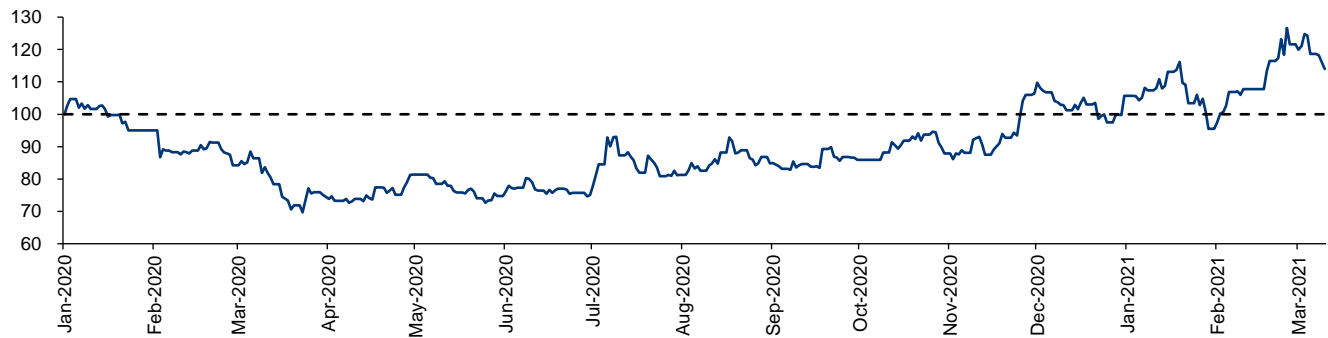
经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛保费收入(人民币百万)	321,895	347,517	363,218	359,448	382,622
+/-%	14.29	7.96	4.52	(1.04)	6.45
总投资收益(人民币百万)	49,999	65,730	73,205	76,649	82,885
+/-%	(5.05)	31.46	11.37	4.70	8.14
归母净利润(人民币百万)	18,019	27,741	26,857	31,535	36,205
+/-%	22.90	53.95	(3.19)	17.42	14.81
EPS(人民币)	1.99	3.06	2.88	3.28	3.76
DPS(人民币)	1.00	1.20	1.36	1.53	1.73
PB(倍)	2.52	2.12	1.89	1.72	1.56
PE(倍)	20.94	13.62	14.49	12.71	11.07
PEV(倍)	1.12	0.95	0.91	0.82	0.74
股息率(%)	4.50	4.37	7.18	8.11	9.17

资料来源:公司公告、华泰研究预测

估值及预测调整

图表1: 中国太保: 股价表现



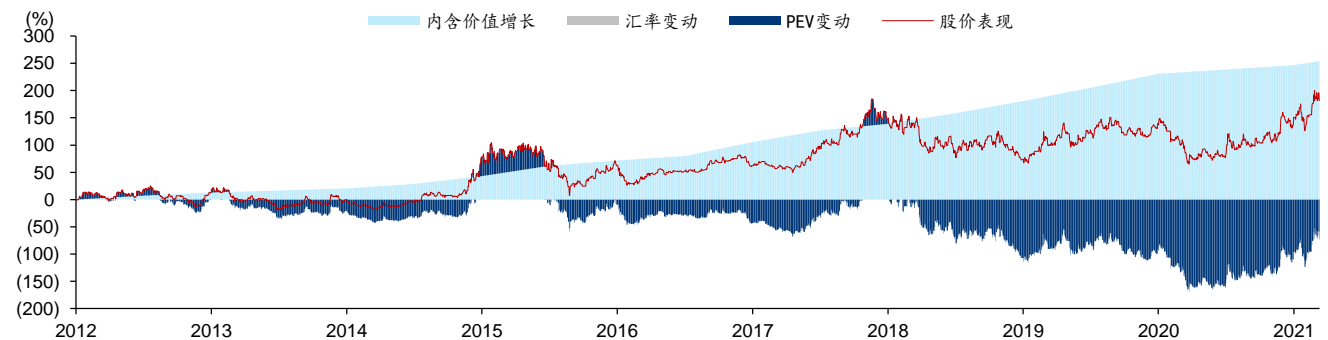
资料来源: 彭博, 华泰研究预测

图表2: 中国太保: 历史 PEV



资料来源: 彭博, 公司公告, 华泰研究预测

图表3: 中国太保: 股价表现分解



资料来源: 彭博, 公司公告, 华泰研究预测

图表4： 中国太保：预测更新

	此前预测		更新预测		预测变动 (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
EPS (人民币)	2.57	2.83	2.88	3.28	12.0	15.9
DPS (人民币)	1.03	1.13	1.36	1.53	32.0	35.4
净利润同比增速 (%)	(11.0)	10.2	(3.2)	17.4	7.8pp	7.2pp
EPS 同比增速 (%)	(16.1)	10.2	(6.0)	14.0	10.1pp	3.8pp
寿险总保费同比增速 (%)	(1.9)	3.9	(0.1)	1.6	1.8pp	(2.2pp)
代理人渠道新单同比增速 (%)	(26.7)	9.9	(25.2)	14.3	1.4pp	4.4pp
新业务价值同比增速 (%)	(17.6)	7.8	(26.1)	13.0	(8.5pp)	5.1pp
财产险保费同比增速 (%)	11.4	14.5	10.9	(5.1)	(0.5pp)	(19.6pp)
车险	2.6	5.0	3.5	(18.0)	0.8pp	(23.0pp)
非车险	31.8	31.8	27.5	18.4	(4.3pp)	(13.5pp)
财产险综合成本率 (%)	98.4	98.2	98.6	99.2	0.2pp	1.0pp

注：pp 为百分点

资料来源：华泰研究预测

估值方法

我们使用 SOTP (分部加总) 估值法, 基于会计指标和内含价值指标对中国太保进行估值。对于各个业务板块, 我们使用三阶段 DCF 法来估算其价值。

- 1) 阶段一: 前 3 年, 我们的模型给出明确的预测。
- 2) 阶段二: 接下来的 10 年视为防御期。我们假设各个业务板块的 ROE 或 ROEV 和资本增长 (见下表)。
- 3) 阶段三: 接下来的 37 年视为长期阶段。我们假设 ROE 和 ROEV 逐渐下降。对于阶段三 (50 年) 之后的企业价值, 我们在模型中不做预测。

我们将这三个阶段的现金流按相应的资本成本贴现到今年年底, 并加入了终值的估算和股息支付, 计算距今 12 个月之后的目标价。我们使用资本资产定价模型 (CAPM) 推导出资本成本 (见下表)。

对于寿险板块, 我们使用 ROE 和 ROEV 作为估值指标, 而对于其他板块, 我们使用 ROE 方法。我们得出四种基于 ROE/ROEV 和单一/分部加总估值组合的估值。我们将平均数作为最终估值。

账面价值法和内含价值法得出的估值差异较大, 我们 50.00 元的目标价是基于以上两种方法的平均值。

图表5: 中国太保: 主要假设

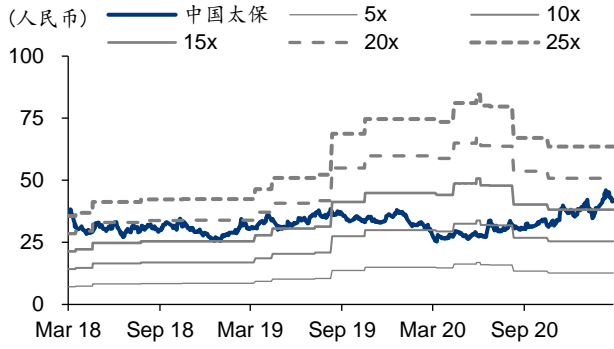
(%)	资本成本	未来 50 年资本回报预测*					
		阶段一			阶段二		阶段三
		2022E	2023E	2024E	2025E	2034E	2071E
内含价值分部加总法							
寿险	13.1	16.3	16.4	18.0	17.0	14.0	13.8
财产险	11.5	13.2	12.2	13.0	12.0	11.0	12.1
其他	14.7	1.0	1.1	5.0	5.0	5.0	15.5
集团	12.9	13.9	14.0	15.0	15.0	14.0	13.6
会计指标分部加总法							
寿险	13.1	36.3	33.9	30.0	30.0	14.0	13.8
财产险	11.5	13.2	12.2	13.0	12.0	11.0	12.1
其他	14.7	1.0	1.1	5.0	5.0	5.0	15.5
集团	12.9	18.1	17.8	18.0	17.0	14.0	13.6

注: 对于内含价值分部加总法, 资本回报预测为对 ROEV 的预测, 对于会计指标分部加总法, 资本回报预测为对 ROE 的预测。
资料来源: 华泰研究预测

风险提示

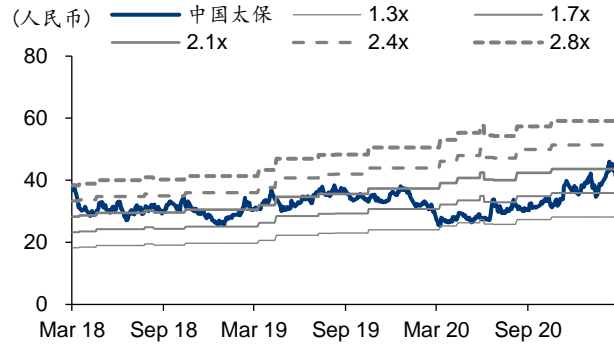
寿险代理人产能和数量均恶化; 财险承保利润明显恶化; 重大投资损失。

图表6: 中国太保 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表7: 中国太保 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

损益表

会计年度 (人民币十亿)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛保费收入	322	348	363	359	383
分出保费	(18)	(22)	(23)	(23)	(25)
未到期责任准备金提转差	(5)	(12)	(8)	3	(7)
已赚净保费	300	313	332	339	351
总投资收益	50	66	73	77	83
其他收益	3	4	3	3	3
总收入	353	383	408	419	437
保险给付及赔付	(229)	(264)	(282)	(285)	(294)
成本及其他费用	(96)	(91)	(91)	(92)	(95)
总给付、赔付及费用合计	(325)	(355)	(374)	(377)	(389)
联营企业利润份额	0	0	1	1	1
税前利润	28	28	35	42	48
所得税	(10)	0	(7)	(10)	(11)
净利润	18	28	28	32	37
归母净利润	18	28	27	32	36
少数股东权益	0	1	1	1	1

估值与盈利水平

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE (倍)	20.94	13.62	14.49	12.71	11.07
PEV (倍)	1.12	0.95	0.91	0.82	0.74
PB (倍)	2.52	2.12	1.89	1.72	1.56
PTNAV (倍)	2.59	2.17	1.93	1.76	1.59
ROE	12.55	16.92	13.76	14.19	14.80
ROA	1.44	1.94	1.65	1.76	1.87
股息率	4.50	4.37	7.18	8.11	9.17
派息率	50.25	39.22	47.16	46.75	46.01

每股数据

会计年度 (人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS	1.99	3.06	2.88	3.28	3.76
DPS	1.00	1.20	1.36	1.53	1.73
BVPS	16.51	19.69	22.03	24.19	26.68
每股有形净资产	16.08	19.21	21.59	23.71	26.16
每股内含价值	37.09	43.70	45.81	50.81	56.39

资料来源:公司公告、华泰研究预测

资产负债表

会计年度 (人民币十亿)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产					
现金及存款	150	169	226	244	264
债券	881	983	1,071	1,156	1,252
股票	193	258	284	306	332
其他投资资产	28	28	26	28	30
总投资资产	1,253	1,439	1,606	1,734	1,879
其他资产	83	90	117	126	137
总资产	1,336	1,528	1,723	1,861	2,016
负债					
保险合同负债	920	1,069	1,201	1,292	1,392
投资合同负债	62	76	88	96	106
计息应付	89	88	115	126	137
其他负债	110	112	102	109	118
总负债	1,182	1,345	1,506	1,622	1,752
权益					
股本	9	9	10	10	10
储备	141	169	202	223	247
其他	-	-	-	-	-
股东权益	150	178	212	233	257
少数股东权益	4	5	6	6	7
权益合计	154	183	217	239	263

增长与盈利水平

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛保费收入增长	14.29	7.96	4.52	(1.04)	6.45
总投资收益增长	(5.05)	31.46	11.37	4.70	8.14
归母净利润增长	22.90	53.95	(3.19)	17.42	14.81
每股盈利增长	22.84	53.77	(6.04)	14.01	14.81
总资产增长	14.07	14.40	12.75	7.99	8.31
股东权益增长	8.78	19.29	18.76	9.81	10.29
新业务价值增长	1.49	(9.30)	(26.11)	12.96	11.95
集团内含价值增长	17.46	17.80	11.30	10.91	10.99

免责声明

分析师声明

本人, 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。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。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, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)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, 华泰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。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、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, 华泰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。华泰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。

华泰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, 华泰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。

华泰的销售人员、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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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(无论整份或部分)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, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“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》及其附属法律规定的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

在美国本报告由华泰证券（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）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。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。本披露中所提及的“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

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

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