

## 公司研究

## 寿险转型可期，非车险快速发展

——中国太保（601601.SH、2601.HK）2020 年年报点评

## A 股：买入（维持）

当前价：38.51 元人民币

## H 股：买入（维持）

当前价：31.60 港币

## 作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

wangyf@ebsecn.com

联系人：郑君怡

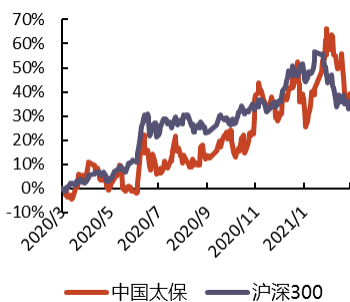
010-57378023

zhengjy@ebsecn.com

## 市场数据（A 股）

总股本(亿股)	96.20
总市值(亿元):	4009.86
一年最低/最高(元):	26.96/47.14
近 3 月换手率:	74.5%

## 股价相对走势（A 股）



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.6	1.4	18.9
绝对	-12.9	8.8	39.6

资料来源：Wind

## 相关研报

穿越周期，静待花开——保险行业 2021 年策略报告（20210202）

寿险业务承压，产险持续发展——中国太保（601601.SH、2601.HK）：2020 年三季报点评（20201103）

寿险改革在即，产险利润持续释放——中国太保（601601.SH、2601.HK）：2020 年半年报点评（20200824）

## 要点

**事件：**中国太保 2020 年全年实现营业收入 4222 亿元（YOY+10%），保费收入 3621 亿元（YOY+4%），归母净利润 246 亿元（YOY-11%），寿险 NBV 178 亿元（YOY-28%），NBVM 39%（下降 4pcts），集团 EV 4593 亿元（YOY+16%），ROE 12.5%，总投资收益率 5.9%（上升 0.5pcts），业绩符合预期。

**点评：内含价值稳健增长，营业利润正向增长。**2020 年集团内含价值 4593 亿元（YOY+16%），其中寿险/产险保险业务收入分别为 2120/1477 亿元（YOY-0.3%/+11%）。因受 2019 年佣金手续费税前扣除政策导致的高基数影响，20 年寿险净利润 186 亿元（YOY-9%），产险净利润 52 亿元（YOY-12%），除所得税税前抵扣政策调整的影响外，还受车险手续费率下降、业务及管理费上升至 337 亿元（YOY+25%）影响。2020 年营业利润实现正向增长，其中寿险/产险营业利润分别为 204/69 亿元（YOY+5%/13%）。

**新单下滑影响短期 NBV，寿险转型逐步推进。**寿险实现保费收入 2120 亿元（YOY-0.3%），其中个险保费收入 2020 亿元（YOY-1.2%），新业务价值 178 亿元（YOY-28%），新业务价值率 39%（下降 4pcts），NBV 下滑主要来自疫情影响代理人产能，个险新保业务 290 亿元（YOY-27%），占比 14%（下降 5pcts），人均首年保险业务收入 3259 元（YOY-23%），月均举绩率 57.8%（下滑 1pcts）。面对寿险行业人口红利下滑，产品同质化问题，太保寿险坚持推进寿险“转型 2.0”改革。随着保险业逐渐恢复和寿险转型的落地，预期新业务价值在长期可实现回升。

**非车险快速发展，综合成本率基本稳定。**受疫情叠加车险改革影响，车险保费收入 957 亿元（YOY+3%）。非车险业务快速发展，实现保费收入 521 亿元（YOY+31%），占比 35%（提升 5pcts），各险种均有明显增幅，健康险/责任险/农业险/保证险保费收入分别为 89/88/86/67 亿元（YOY+73%/44%/45%/19%）。2020 年产险综合成本率 99%（上升 0.7pcts），费用率 37.5%（下降 0.5pcts），赔付率 61%（上升 1pcts），主要因责任险综合成本率上升 10pcts，达到 101%。

**投资端表现亮眼，权益类投资占比提升。**2020 年太保投资资产达 1.6 万亿元（YOY+16%），其中权益类投资占比 19%（上升 3pcts）。集团实现总投资收益 840 亿元（YOY+25%），净投资收益率 4.7%（下降 0.2pcts），总投资收益率 5.9%（上升 0.5pcts），主要原因是证券买卖收益，权益投资收益率上升 3.8pcts 至 10.1%。

**分红率保持稳定，股息率 3.1%左右。**公司近十年平均分红率约 48%，2020 年现金股利分配每股分红 1.3 元 (YOY+8.3%)，分红率 50.9% (上升 11.7pcts)，未来有望继续保持较高分红率。

**积极打造“保险+健康+养老”生态圈。**集团持续推进养老布局以及大健康规划，子公司太平洋养老投资和太平洋健康分别负责养老、健康专业领域的资源整合和服务能力输出，为客户提供更好的优质医疗资源。此外，太保通过优化管理层，引进新管理模式进行“除”法转型，包括“GDR”引入瑞士再保险，通过“长青计划”绑定核心管理岗位，又引入原友邦保险集团区域 CEO 蔡强来强化转型战略。

**盈利预测与评级：**公司寿险业务转型短期承压，预计随着疫情转好及寿险转型的顺利开展，2021 年业绩将有所改善。财险方面车险业务保持稳健，非车险快速发展。维持公司 21-22 年营业收入分别为 4334/4682 亿元，归母净利润 356/393 亿元，新增 23 年营业收入 5172 亿元，归母净利润 484 亿元，公司当前 A 股估值对应 21 年 PEV 为 0.67，H 股估值对应 21 年 PEV 为 0.46，处于较低水平，维持 A+H 股“买入”评级。

**风险提示：**利率下行加剧；转型不及预期；车险改革对车险业务影响超预期。

#### 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	385,489	422,182	433,391	468,180	517,150
营业收入增长率%	9%	10%	3%	8%	10%
归母净利润 (百万元)	27,741	24,584	35,603	39,287	48,423
净利润增长率%	54%	-11%	45%	10%	23%
EPS (元)	3.06	2.56	3.93	4.34	5.34
EVPS (元)	43.70	47.75	57.33	65.82	123.06
P/E (A)	12.58	15.07	9.80	8.88	8.88
P/B (A)	1.96	1.72	1.47	1.27	1.10
P/EVPS (A)	0.88	0.81	0.67	0.59	0.31
P/E (H)	8.70	10.42	6.78	5.75	4.98
P/B (H)	1.35	1.19	1.02	0.87	0.76
P/EVPS (H)	0.61	0.56	0.46	0.40	0.22

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021 年 3 月 26 日 (汇率 1 HKD = 0.8425 RMB)

### 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	385,489	422,182	433,391	468,180	517,150
已赚保费	313,246	331,639	357,911	387,891	422,894
投资净收益	67,762	87,413	72,534	77,448	91,461
营业支出	357,422	392,805	396,369	427,328	466,796
退保金	11,104	14,421	13,430	13,692	15,603
赔付支出	128,541	142,851	136,345	149,326	166,981
提取保险责任准备金	122,776	138,184	129,424	136,234	143,559
保单红利支出	10,777	11,512	14,404	16,727	19,425
保险业务手续费及佣金支出	46,853	39,495	60,447	65,770	72,026
业务及管理费	45,439	52,985	51,542	56,080	61,414
营业利润	28,067	29,377	37,022	40,853	50,353
营业外收入	82	108	190	210	259
营业外支出	183	247	296	327	403
利润总额	27,966	29,238	36,916	40,736	50,209
所得税费用	388	3,886	512	565	697
少数股东损益	613	768	801	884	1,089
净利润	27,741	24,584	35,603	39,287	48,423

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产总计	1,528,333	1,771,004	2,057,530	2,387,899	2,772,077
货币资金	14,872	14,872	20,022	23,236	26,975
交易性金融资产	4,931	12,473	6,638	7,704	8,944
可供出售金融资产	511,822	596,158	689,044	799,681	928,338
持有至到期投资	295,247	329,360	447,024	518,801	602,269
其他可投资资产	91,897	83,549	123,717	143,582	166,682
投资资产	1,066,525	1,229,378	1,485,363	1,723,861	2,001,206
非投资资产	461,808	541,626	572,167	664,037	770,871
负债合计	1,345,013	1,550,169	1,813,932	2,106,534	2,446,334
未到期责任准备金	61,975	68,800	83,582	97,064	112,721
未决赔款准备金	42,504	47,386	57,322	66,569	77,307
寿险责任准备金	891,195	1,010,194	1,201,897	1,395,773	1,620,921
长期健康险责任准备金	72,347	98,796	97,570	113,308	131,586
所有者权益合计	183,320	220,835	243,598	281,365	325,743
股本	9,062	9,620	9,062	9,062	9,062
归属于母公司所有者权益合计	178,427	215,224	237,096	273,855	317,049
少数股东权益	4,893	5,611	6,502	7,510	8,694

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

**光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。**

## 联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------