

中国太保 (601601.SH) 新业务价值略低于预期, 2021 或实现深蹲起跳

2021 年 03 月 29 日

——中国太保 2020 年报点评

投资评级: 买入 (维持)

高超 (分析师)

吕晨雨 (联系人)

gaochao1@kysec.cn

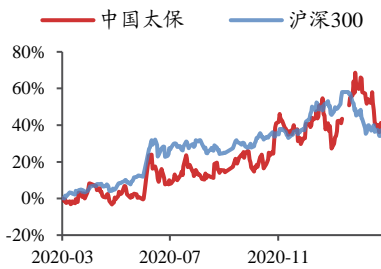
lvchenyu@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

证书编号: S0790120100011

日期	2021/3/26
当前股价(元)	38.51
一年最高最低(元)	47.14/26.96
总市值(亿元)	3,704.79
流通市值(亿元)	2,636.03
总股本(亿股)	96.20
流通股本(亿股)	68.45
近 3 个月换手率(%)	43.96

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《中国太保首次覆盖报告-打造全能保险公司, 聚焦个险提升价值》- 2020.11.27

● 新业务价值略低于预期, 人均产能有望深蹲起跳, 维持“买入”评级

公司披露 2020 年度报告, 2020 年实现新业务价值 178.41 亿元, 同比-27.5%, 略低于此前预期, 主要由于人均产能受疫情影响下降 22.6%及新业务价值率下降 4.4pct 至 38.9%所致; 寿险业务内含价值 3413.48 亿元, 同比+11.73%, 略低于预期, 主要由于新业务价值创造低于预期及股东股息高于预期导致。公司月均人力 74.9 万人, 符合此前预期, 考虑到疫情影响逐渐减弱及营销队伍转型升级, 我们预计 2021-2023 年 NBV 同比增速分别为+14.45%、+18.12%、+15.51%; 集团 EV 同比分别为+11.41%、+11.70%、+11.75%, 低于此前预期; 由于产能基数降低, 我们下调 2021-2023 年集团归母净利润分别为 327.44/428.14/477.05 亿元 (2021-2022 年调前为 423.52/473.14 亿元), 对应 EPS 分别为 3.48/4.55/5.07 元。公司为保险行业龙头, “长青计划”注入活力, “长航计划”推动公司转型升级, 当前股价对应 2021-2023 年 PEV 分别为 0.8、0.7、0.6 倍, 维持“买入”评级。

● 队伍规模企稳, 公司活力迸发, 医养产业助力, 寿险市场地位或进一步提升

寿险队伍月均人力规模为 74.9 万人, 较 2019 年减少 5.19%, 符合此前预期, 月均人均产能受疫情影响有所下降, 2020 年为 3230.42 元, 同比-22.65%, 略低于预期, 但随着疫情影响逐渐减弱, 管理层新任领导到位有望提升代理人质态, “长青计划”、“长航计划”逐步见效, 健康管理及养老服务协同效应逐步显现, 我们预计产能将逐步回升。预计用来计算新业务价值的新保业务保费 2021-2023 年同比增长分别为+31.40%、+14.40%、+10.31%, 同时新业务价值率保持稳定, 分别为 36%、37%、38%, 带动新业务价值增长+14.45%、+18.12%、+15.51%, 保持两位数增长, 寿险市场地位或进一步提升。

● 财险业务保持盈利, 业务增速领先行业, 非车险快速发展有望缓解车险压力

财险综合成本率 99.0%, 居上市同业中位, 同比上升 0.6pct。其中综合费用率 37.5%, 同比下降 0.5pct, 综合赔付率 61.5%, 同比上升 1.1pct。财险业务收入 1477.34 亿元, 同比+2.6%, 其中非车险 520.64 亿元, 同比+30.9%, 拉动整体保费增长。我们预计车险在经济复苏及公司积极应对下保持微幅正增长, 非车险在健康险、责任险、农业险的带动下保持高速增长, 预计财险保费 2021-2023 年同比增长分别为+11.80%、+13.22%、+15.33%, 市场地位或有望提升。

● **风险提示:** 长端利率超预期下行; 寿险转型升级未能顺利推进。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
保费业务收入(百万元)	347,517	362,064	387,024	423,377	470,895
YoY(%)	8.0	4.2	6.9	9.4	11.2
内含价值(百万元)	395,988	459,320	511,739	571,628	638,790
YoY(%)	17.8	16.0	11.4	11.7	11.7
新业务价值(百万元)	24,597	17,841	20,418	24,118	27,860
YoY(%)	-9.3	-27.5	14.4	18.1	15.5
归母净利润(百万元)	27,741	24,584	32,744	42,814	47,705
YOY (%)	54.0	-11.4	33.2	30.8	11.4
P/B	1.9	1.9	1.7	1.5	1.3
P/EV	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
投资资产	1,419,263	1,648,007	1,836,260	2,039,131	2,263,970	营业收入	385,489	422,182	454,948	498,609	553,091
其他资产	109,070	122,997	138,213	153,483	170,406	已赚保费	313,246	331,639	354,267	386,543	428,713
资产总计	1,528,333	1,771,004	1,974,474	2,192,614	2,434,377	保费业务收入	347,517	362,064	387,024	423,377	470,895
未到期责任准备金	61,975	68,800	75,587	85,288	98,020	投资净收益	67,762	87,413	97,945	109,133	121,190
未决赔款准备金	42,504	47,386	51,661	58,398	67,011	公允价值变动收益	801	81	-	-	-
寿险责任准备金	891,195	1,010,194	1,111,976	1,227,278	1,351,046	其他业务收入	3,484	4,303	2,737	2,932	3,187
长期健康险责任准备金	72,347	98,796	126,661	139,472	153,224	营业支出	357,422	392,805	410,223	440,160	487,975
其他负债	276,992	324,993	364,327	407,285	456,051	退保金	11,104	14,421	16,347	17,994	19,859
负债合计	1,345,013	1,550,169	1,730,212	1,917,720	2,125,351	赔付支出	128,541	142,851	161,008	181,230	205,139
归属于母公司所有者	178,427	215,224	238,307	268,193	301,492	减：摊回赔付支出	-10,858	-12,532	-14,559	-16,432	-18,763
权益合计						提取保险责任准备金	122,776	138,184	133,019	131,923	141,914
少数股东权益	4,893	5,611	5,954	6,701	7,533	减：摊回保险责任准备金	-1,490	-1,021	-597	-590	-633
所有者权益合计	183,320	220,835	244,262	274,894	309,025	手续费及佣金支出	46,853	39,495	42,791	46,955	52,401
负债及股东权益总计	1,528,333	1,771,004	1,974,474	2,192,614	2,434,377	管理费用	45,439	52,985	53,403	59,412	67,286
						其他业务成本	7,965	5,320	18,811	19,668	20,771
						营业利润	28,067	29,377	44,726	58,449	65,116
						营业外收入	82	108	24	24	24
						营业外支出	183	247	127	127	127
						利润总额	27,966	29,238	44,623	58,346	65,013
						所得税	-388	3,886	11,156	14,587	16,253
						净利润	28,354	25,352	33,467	43,760	48,760
						减：少数股东权益	613	768	724	946	1,054
						归母净利润	27,741	24,584	32,744	42,814	47,705
						主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
						成长能力(%)					
						营业收入同比增长	8.78%	9.52%	7.76%	9.60%	10.93%
						已赚保费同比增长	4.51%	5.87%	6.82%	9.11%	10.91%
						保费收入同比增长	7.96%	4.19%	6.89%	9.39%	11.22%
						归母净利润同比增长	53.95%	-11.38%	33.19%	30.75%	11.43%
						归母净资产同比增长	19.29%	20.62%	10.73%	12.54%	12.42%
						获利能力(%)					
						ROE	15.47%	11.48%	13.70%	15.92%	15.78%
						ROA	1.86%	1.43%	1.69%	2.00%	2.00%
						ROEV	7.16%	5.52%	6.54%	7.66%	7.63%
						价值数据(百万元)					
						新业务价值	24,597	17,841	20,418	24,118	27,860
						内含价值	395,988	459,320	511,739	571,628	638,790
						每股指标(元)					
						每股收益	3.06	3.06	2.63	3.48	4.55
						每股净资产	20.23	20.23	22.96	25.39	28.57
						每股内含价值	43.7	43.70	47.74	53.19	59.42
						估值比率					
						P/B	1.90	1.90	1.68	1.52	1.35
						P/EV	0.88	0.88	0.81	0.72	0.65

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn