

# 中国太保 (601601)

证券研究报告  
2021 年 03 月 29 日

## 2020 年年报：2020 年投资端表现亮眼，NBV 同比-27.5%承压，新管理层引领转型值得期待

1、整体：太保集团归母净利润同比-11.4%，扣非归母净利润同比+7.2%（扣除去年一次性税收返还的影响），其中 Q4 净利润同比+2.3%。我们判断，在账面总投资收益同比+25.7%的情况下，利润增速放缓的主要原因有：1）会计估计变更（主要是负债评估的折现率基础曲线变动）减少税前利润 117.33 亿，预计由国债 750 日均线下行带来。2）退保金同比+29.9%，我们判断源自于代理人下滑及疫情冲击导致的保单继续率下降，太保个人寿险客户 13 个月和 25 个月的保单继续率分别为 85.7%、85.1%，分别同比-4.6pct、-4.1pct。

归母净资产较年初增长+20.6%，剔除发行 GDR 带来的权益增加，净资产较年初增长+12.9%。集团 EV 较年初+16.0%，分红前较年初+18.7%，如剔除发行 GDR 的影响，分红前 EV 较年初+15.3%。

集团归母营运利润同比+11.7%，其中寿险同比+16.7%。太保分红主要参考营运利润，2020 年分红 1.3 元/股，分红率高达 51%。

2、寿险：NBV 同比-27.5%，其中 H2 同比-31.6%，基本符合预期，主要由新单保费下滑导致。2020 年代理人渠道新单保费同比-26.7%，期交同比-33.4%；NBV margin 38.9%，同比-4.4pct，其中个人业务 margin 同比 54.9%（H1 为 56.5%），价值率环比有所下滑，我们判断，主要由于疫情冲击的持续下，代理人队伍下半年量质承压，高价值产品销售仍旧困难。

人力方面，疫情导致代理人量质下滑。月均总人力 74.9 万，同比-5.2%；月人均首年保费同比-22.6%，主要由于件均下滑导致；月均举绩率 57.8%，同比仅下滑 1.0pct；人均长险件数 1.58 件，同比+4.6%，意味着高件均产品销售较弱，而长期医疗险等获客类产品增加，使得整体件均下滑。

寿险 EV 较年初+11.7%，分红前较年初+17.2%，其中，投资偏差贡献+2.1%，但产生了营运偏差-6.8 亿，预计由保单继续率下降导致。

3、财险：保费增长优于其他公司，但综合成本率有所提升。太保产险保费收入同比+11.1%。其中，车险保费同比+2.6%，非车险保费同比高增长+30.9%。非车险中健康险、农险、责任险实现快速增长，同比增速分别为+72.7%、+44.8%、+44.1%。

综合成本率同比+0.7pct 至 99.0%，其中综合赔付率+1.2pct，综合费用率-0.5pct，费用管控效果良好。分险种来看，太保车险、农险综合成本率同比持平，但责任险同比+10.4pct，保证险同比+2.6pct。

4、投资：投资端表现亮眼，由优异的权益投资表现拉动。综合投资收益率 7.5%，同比+0.2pct；总投资收益率 5.9%，同比+0.5pct，证券买卖收益高达 195 亿元，同比+215%；净投资收益率 4.7%，同比-0.2pct。资产配置上，主要增配了股票、基金、定期存款及债权计划，债券配置占比下降 3.3pct。

投资建议：太保投资端表现亮眼，分红额稳定增长，但负债端受疫情影响表现较弱。后续展望，太保将全力推进“长航”计划，进一步聚焦代理人队伍内质提升和产能升级，以服务增值和科技赋能打造新动能，友邦中国前 CEO 蔡强加入太保，将极大地助力太保的长期转型，我们预计太保业绩短期与长期提升的动能兼备。我们对于 2021-2023 年归母净利润预估为 285 亿/330 亿/393 亿（前次预估 2021-2022 年净利润为 326 亿/376 亿），yoy+16%/16%/19%，下调盈利预期主要考虑权益市场的投资压力。截至 3 月 26 日，公司 A 股、H 股对应 2021 年 PEV 估值分别为 0.72 倍、0.49 倍，估值处于历史低位，给予“买入”评级。

风险提示：代理人增长不达预期；保障型产品销售不达预期；战略落地进度不及预期。

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	385489	422182	433938	476354	523281
增长率（%）	8.78%	9.52%	2.78%	9.77%	9.85%
归属母公司股东净利润（百万元）	27741	24584	28515	32976	39329
增长率（%）	54.0%	-11.4%	16.0%	15.6%	19.3%
每股收益（元）	3.06	2.63	2.96	3.43	4.09
市盈率(P/E)	12.58	14.64	12.24	10.58	8.87
市净率(P/B)	1.96	1.72	1.58	1.41	1.24

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	非银金融/保险
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	38.51 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	6,845.04
流通 A 股股本(百万股)	6,845.04
A 股总市值(百万元)	263,602.55
流通 A 股市值(百万元)	263,602.55
每股净资产(元)	22.37
资产负债率(%)	87.53
一年内最高/最低(元)	47.14/26.96

### 作者

夏昌盛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110003	
xiachangsheng@tfzq.com	
罗钻辉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518060005	
luozuanhui@tfzq.com	
舒思勤	联系人
shusiqin@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《中国太保-公司点评:差异化服务布局加速，新基本法赋能队伍转型，长期转型预期向好，叠加短期业绩大幅改善，积极推荐！》 2020-12-13
- 2 《中国太保-公司深度研究:低谷已过，NBV 反转的短期和长期动能兼备》 2020-12-01
- 3 《中国太保-季报点评:中国太保 3 季报：投资端表现亮眼，负债端仍承压，开门红已拉开序幕，2021 年 NBV 增速有望迎来反转》 2020-10-31

## 财务预测摘要

主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标（元）</b>						寿险保费	212514	211952	225020	240749	257681
每股收益	3.06	2.63	2.96	3.43	4.09	非寿险保费	132979	147734	158301	179491	205775
每股净资产	19.69	22.37	24.43	27.40	31.07	总保费及管理费收入	345493	359686	383321	420240	463456
每股内含价值	43.70	47.74	53.72	60.24	67.76	减：分出保费	22358	24741	32381	37972	44961
每股新业务价值	2.71	1.85	2.00	2.20	2.42	净保费收入	323135	334945	350940	382268	418495
<b>价值评估（倍）</b>						减：净提取未到期责任准备金	11913	5684	11012	17837	17617
P/E	12.58	14.64	12.24	10.58	8.87	已赚净保费	311222	329261	339929	364431	400878
P/B	1.96	1.72	1.58	1.41	1.24	投资收益	67762	87413	91108	108980	119426
P/EV	0.88	0.81	0.72	0.64	0.57	营业收入	385489	422182	433938	476354	523281
VNBX	-1.91	20.76	-7.60	-9.86	-12.07	赔付及保户利益	273140	306824	303023	330647	359100
<b>盈利能力指标（%）</b>						保险业务综合费用	84282	85981	93285	102229	112374
净投资收益率	4.90%	4.70%	4.90%	4.90%	4.90%	营业费用	357422	392805	396307	432876	471474
总投资收益率	5.40%	5.90%	5.00%	5.00%	5.00%	营业利润	28067	29377	37630	43478	51806
净资产收益率	16.92%	12.49%	12.67%	13.23%	13.98%	税前利润	27966	29238	37380	43228	51556
总资产收益率	1.82%	1.39%	1.48%	1.56%	1.70%	所得税	(388)	3886	8224	9510	11342
财险综合成本率	98.30%	99.00%	98.50%	98.50%	98.50%	归属于母公司股东的净利润	27741	24584	28515	32976	39329
财险赔付率	60.20%	61.40%	61.00%	61.00%	61.00%	少数股东损益	613	768	641	742	885
财险费用率	38.10%	37.60%	37.50%	37.50%	37.50%	<b>资产负债表（百万元）</b>					
<b>盈利增长（%）</b>						现金及存款投资	162628	213844	234804	258388	283763
净利润增长率	54.0%	-11.4%	16.0%	15.6%	19.3%	债权投资	959209	1064195	1188510	1307885	1436330
内含价值增长率	17.8%	16.0%	12.5%	12.1%	12.5%	股权投资	207785	295672	274498	302069	331735
新业务价值增长率	-9.3%	-27.5%	8.0%	10.0%	10.0%	其他投资	89641	74296	108371	119256	130968
<b>偿付能力充足率（%）</b>						总投资资产	1419263	1648007	1806184	1987598	2182796
偿付能力充足率（集团）	295%	288%	288%	288%	288%	分保资产	25560	27719	25900	25900	25900
偿付能力充足率（寿险）	257%	242%	250%	250%	250%	其他资产	83510	95278	90594	95140	100562
偿付能力充足率（产险）	293%	276%	276%	276%	276%	资产总计	1528333	1771004	1922677	2108638	2309258
<b>内含价值（百万元）</b>						保险合同负债	1068021	1225176	1362719	1519426	1683788
调整后净资产	208,402	233,410	261,419	292,790	327,925	投资合同负债	75576	87126	95000	95000	95000
有效业务价值	187,585	225,910	255,399	286,734	323,903	次级债	9988	9991	9991	9991	9991
内含价值	395,987	459,320	516,819	579,524	651,827	其他负债	191428	227876	213800	213800	213800
一年新业务价值	24,597	17,841	19,268	21,195	23,315	负债总计	1345013	1550169	1681510	1838217	2002579
核心内含价值回报率（%）	16.45%	12.54%	12.72%	12.72%	12.70%	实收资本	9062	9620	9620	9620	9620
<b>寿险新业务保费（百万元）</b>						归属于母公司股东权益	178427	215224	235031	263559	298929
短险和趸缴新单保费	6,594	7,058	9,921	10,188	10,422	少数股东权益	4893	5611	6136	6862	7750
期缴新单保费	33,000	21,977	26,372	29,010	31,911	负债和所有者权益合计	1528333	1771004	1922677	2108638	2309258
新业务合计	39,594	29,035	36,294	39,197	42,333						
新业务保费增长率（%）	-15.22%	-26.67%	25.00%	8.00%	8.00%						
标准保费	33659	22683	27365	30028	32953						
标准保费增长率（%）	-21.60%	-32.61%	20.64%	9.73%	9.74%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com