

证券研究报告

公司研究

点评报告

中国太保 (601601. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

王舫朝 非银金融行业首席分析师
执业编号: S1500519120002
联系电话: (010) 83326877
邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

朱丁宁 研究助理
邮箱: zhudingning@cindasc.com

相关研究

《中国人寿深度报告: 经营改革提效, 估值有望提升》2020.05

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

负债端持续承压, 今年业绩有望反转

2021年03月29日

事件: 中国太保公布 2020 年年报, 实现营业收入 4221.82 亿元, 同比+9.5%。实现归母净利润 245.84 亿元, 同比-11.4%, 扣非后净利润同比+7.2%。每股收益 2.63 元, 同比-14.1%。加权平均 ROE12.5%, 同比下降 4.4pct。

点评:

- **净利润同比-13.8%。** 中国太保 2020 年实现归母净利润 245.84 亿元, 同比-11.4%, 主要因为佣金手续费支出税前扣除比例政策导致去年基数较高, 以及准备金计提减少税后利润 117.33 亿元, 扣非后净利润同比+7.2%。集团营运利润稳步增长, 同比+11.7%至 311.4 亿元, 源于寿险剩余边际余额持续增加 (YoY+6.5%), 带来剩余边际稳步摊销, 但因 NBV 承压导致剩余边际余额增速有所放缓。分红与营运利润挂钩, 股东回报持续提升。2020 年每股分红 1.3 元, 同比+8.3%, 分红收益率 50.9%, 大幅领先同业。
- **新业务价值承压, 队伍数量和产能均下降。** 2020 年疫情对线下销售、增员、展业产生不利影响, 新业务价值承压, 同比-27.5%, 源于疫情导致代理人产能承压, 其中年化新单保费同比-19.1% (Q3 YoY-20.7%), 新业务价值率同比-4.4pct 至 38.9%(1H20 37%), 其中个人渠道价值创造能力提升, NBVM 为 54.9%。内含价值增长+16%, 同比-1.8ppts, 好于预期, 源于投资收益 (1.7%) 和其他业务(5.4%)拉动, 而寿险 EV 增速仅 11.7%, 同比-6.5ppts, 主要因为内含价值预期回报、NBV、运营经验差异贡献拖累, 分别贡献 9.1%、5.8%、-0.2%, 同比-0.2ppts、-3.7ppts、-1.7ppts。公司 13 个月及 25 个月继续率为 85.7%、85.1%, 同比下降 4.6pct、4.1pct, 导致续期业务增幅明显收窄 (YoY+4.3%), 或拖累营运偏差。队伍质量和产能均下滑。2020 年营销员月均总人力同比-5.2%达 74.9 万人, 月均举绩率 57.8%, 同比-1ppts, 月均首年保费 3259 元, 同比-22.6%。
- **非车险强劲增长, 车险承保盈利稳定。** 非车险业务拉动保费稳健增长, 驱动产险保费增长。2020 年太保产险实现保险业务收入 1477.34 亿元, 同比+11.1%, 其中非车险收入同比+30.9%, 占比较 2019 年提升 5.3ppts 至 35.2%。非车业务中, 农险和责任险和健康险增长强劲, 保费增速分别为+39.3%、+44.1%、+72.7%。车险业务方面, 车险收入同比+2.6%。车险综合改革短期内料对车险件均保费承压, 但公司有望凭借较强的风控能力及线上化经营优势进一步巩固龙头地位, 市场份额持续提升。承保盈利方面, 产险业务综合成本率同比上升 0.7pct 至 99.0%。其中费用率同比-0.5pct 至 37.6%, 而赔付率上升 1.2pct 至 61.4%。车险综合成本率与 2019 年持平, 为 97.9%, 其中赔付率下降 0.3pct 至 60.5%, 费用率提升 0.3pct 至 34.7%。非车险综合成本率上升 2pct 至 101.9%, 主要因为健康险较高, 农险和保证险均实现承保盈利。
- **投资收益表现亮眼。** 2020 年投资资产同比+16.1%至 1.6 万亿元, 第三

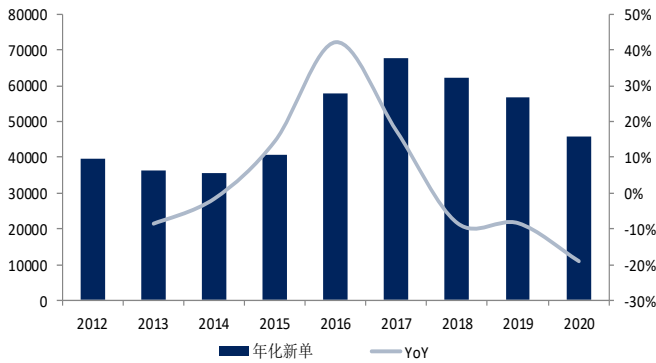
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

方管理资产同比+26.3%至7880亿元。2020年净投资收益同比+9.6%，源于固定息投资利息收入增长及权益投资资产分红收入增加，总投资收益同比+25.4%，源于证券买卖收益大幅增加。2020年净投资收益率4.7%，同比-0.2pct，总投资收益率提升0.5ppts至5.9%。投资组合中，权益类投资占比提升3.1pct至18.8%，而股票+权益基金投资占比10.2%，较去年提升1.9pct。固收占比下降2.1pct至78.3%，其中债券投资占比下降3.3pct。面对利率下行，公司在2020年加大配置长久期国债和地方债，并延长资产久期。

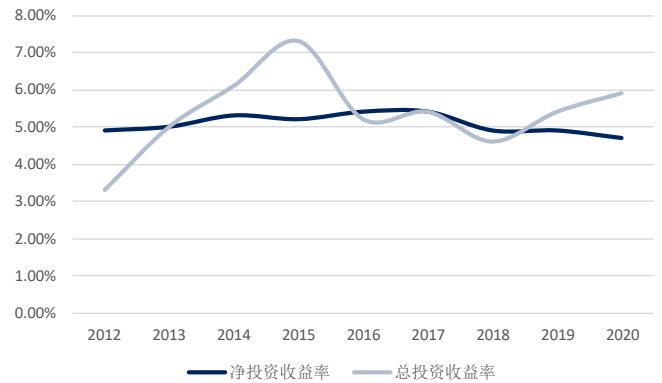
- **盈利预测与投资评级：**考虑到开门红销售较好以及代理人质态逐步恢复，我们预计今年负债端回暖确定型高，低基数下新业务价值有望高速增长。产险业务表现稳健，非车业务强劲增长。长端利率仍有向上预期。今年公司将继续推进长航行动，同时完善公司治理，引入蔡强加速战略转型，并通过“长青计划”加大核心骨干激励机制。长期来看，大健康大养老产业布局逐渐深化，通过服务打造差异化优势，提升用户粘性，反哺保险主业，较快抢占养老保险的蓝海。我们预计2021-2023年PEV分别为0.7x/0.61x/0.53x，维持目标价52.82元，维持“买入”评级。
- **风险因素：**受疫情影响，代理人展业恢复进度不及预期；代理人产能下滑导致人员脱落；资本市场大幅波动带来投资收益急剧下降；利率下行将缩窄固定利率工具利差空间，并影响会计利润；750天均线下移带来准备金计提增加。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	385,489	422,182	460,653	518,688	589,687
增长率 YoY %	8.78%	9.52%	9.11%	12.60%	13.69%
归属母公司净利润(百万元)	27,741	24,584	30,145	37,513	41,299
增长率 YoY%	53.95%	-11.38%	22.62%	24.44%	10.09%
NBV margin%	43.33%	38.87%	40.00%	41.00%	41.00%
净资产收益率 ROE%	16.92%	12.51%	13.72%	15.46%	14.70%
EPS(摊薄)(元)	3.06	2.63	3.13	3.90	4.29
市盈率 P/E(倍)	12.58	14.63	12.29	9.88	8.97
市净率 P/B(倍)	1.96	1.72	1.65	1.42	1.23

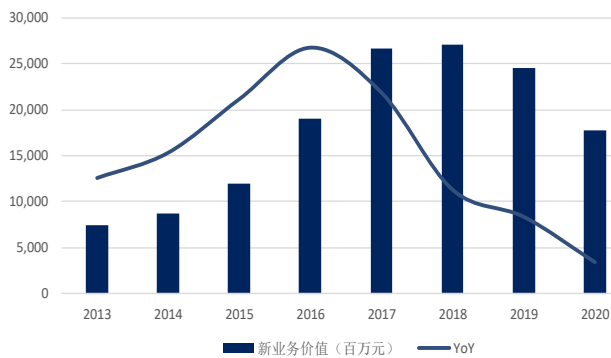
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年03月29日收盘价

图 1: 首年新单 (百万元) 及增长


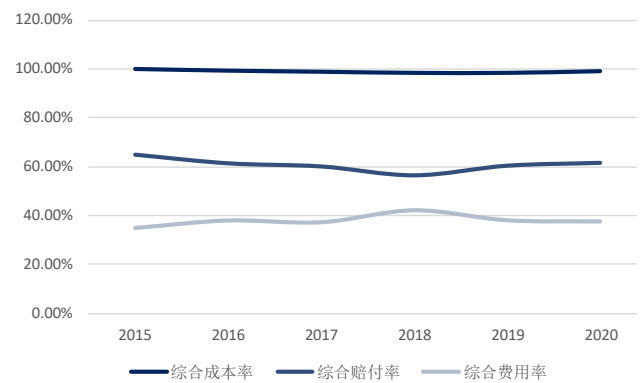
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 2: 投资收益率 (%)


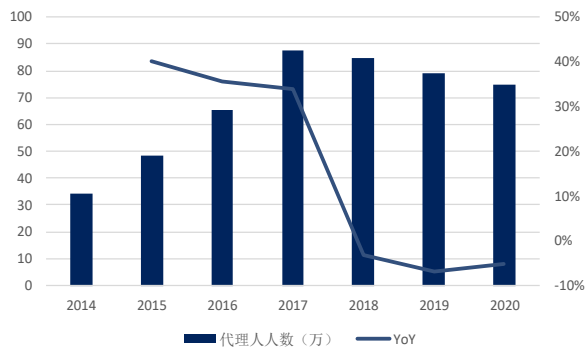
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 3: 新业务价值 (百万元) 及增长


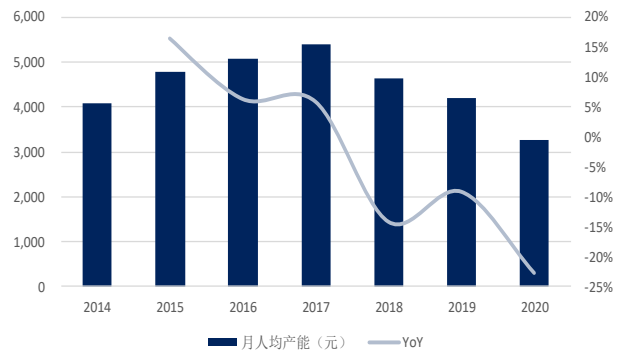
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 4: 综合成本率 (%)


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 5: 代理人数量 (万人) 及增速


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 6: 代理人月人均产能 (元) 及增速


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

损益表	单位:百万 元			
	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	422,182	460,653	518,688	589,687
已赚保费	422,182	368,513	416,890	475,678
保费业务收入	362,064	401,296	455,014	520,663
投资净收益	87,413	89,603	98,995	110,905
其他业务收入	4,303	2,536	2,803	3,105
营业支出	-392,805	-425,424	-474,876	-541,434
退保金	-14,421	-14,417	-14,876	-16,621
赔款支出	-142,851	-167,985	-193,003	-223,946
提取保险责任准备金	-138,184	-135,300	-150,835	-167,229
营业税金及附加	-1,044	-965	-1,073	-1,227
手续费及佣金支出	-39,495	45,808	50,935	58,221
业务及管理费用	-52,985	-55,709	-61,944	-70,804
其他业务支出	-12,975	-112,963	-125,606	-143,572
营业利润	29,377	35,228	43,812	48,253
其他	-139	0	0	0
利润总额	29,238	35,228	43,812	48,253
所得税	-3,886	-4,580	-5,696	-6,273
净利润	25,352	30,649	38,117	41,980
少数股东权益	768	503	604	681
归属母公司净利润	24,584	30,145	37,513	41,299
基本 EPS (rmb)	2.63	3.13	3.90	4.29

资产负债表	单位:百万 元			
	2020A	2021E	2022E	2023E
总资产	1735074	1771004	1946836	2178367
投资资产	1,206,176	1,251,196	1,375,419	1,538,994
非投资资产	528898	519808	571416	639373
总负债	1,527,258	1,550,169	1,716,640	1,910,653
准备金负债	1213248	1225176	1356746	1510085
保户储金及投资款	86,029	87,126	90,523	100,753
其他负债	25697	34180	37851	42128

每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益(元)	2.63	3.13	3.90	4.29
每股净资产(元)	22.37	23.32	27.12	31.30
每股内含价值(元)	47.75	55.06	63.65	73.08
每股新业务价值(元)	1.85	2.29	2.77	3.21

内含价值				
	2020A	2021E	2022E	2023E
调整后净资产	257378	290957	346623	407609
有效业务价值	205451	242858	270305	300607
内含价值	459320	529661	612306	703076

一年新业务价值	2020A	2021E	2022E	2023E
	17841	22033	26649	30913

寿险 ROEV (%)	2020A	2021E	2022E	2023E
	15.2%	16.8%	17.0%	17.0%

收入/支出增长率 (%)				
	2020A	2021E	2022E	2023E
已赚保费收入增长	4.2%	10.8%	13.4%	14.4%
投资收益增长	27.6%	2.4%	10.5%	12.0%
营业收入增长	9.5%	9.1%	12.6%	13.7%
退保金增长	29.9%	0.0%	3.2%	11.7%
佣金及手续费增长	-15.7%	-216.0%	11.2%	14.3%

当期成本率 (%)				
	2020A	2021E	2022E	2023E
佣金率	9.4%	-12.4%	-12.2%	-12.2%
行政费用率	12.6%	15.1%	14.9%	14.9%
赔付率	33.8%	45.6%	46.3%	47.1%
退保率	3.4%	3.9%	3.6%	3.5%
准备金提转差	32.7%	36.7%	36.2%	35.2%

资产/负债增长率 (%)				
	2020A	2021E	2022E	2023E
总资产增长率	2.1%	9.9%	11.9%	11.7%
投资资产增长率	3.7%	9.9%	11.9%	11.7%
总负债增长率	1.5%	10.7%	11.3%	11.2%
寿险准备金增长率	1.0%	10.7%	11.3%	11.2%

所有者权益	207,816	220,835	230,196	267,714
股本	9620	9620	9620	9620
资本公积	79,783	79,788	79,783	79,788
盈余公积	4835	5114	8129	11880
一般风险准备	14,384	12,000	12,000	12,000
未分配利润	79321	81533	108664	142425
归母股东权益	202,750	215,224	224,347	260,911
少数股东权益	5066	5611	5849	6802

股东权益增长	6.3%	4.2%	16.3%	15.4%
估值分析				
	2020A	2021E	2022E	2023E
PE	14.63	12.29	9.88	8.97
PB	1.72	1.65	1.42	1.23
PEV	0.81	0.70	0.61	0.53
隐含新业务倍数	-4.98	-7.22	-9.07	-10.76

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。