

中国太保 (601601)

证券研究报告
2021年04月10日

寿险新领导落地，引领“长航行动”，长期改善可期

投资要点：长期来看，中国太保发布“长航行动”，聚焦长期价值成长，前友邦中国及区域 CEO 蔡强的成功加盟，将赋能“长航行动”，长期队伍的升级和差异化服务壁垒的形成值得期待。短期来看，5月是公司30周年司庆月，预计公司2季度将配合司庆开展系列业务推动活动。我们预计上半年公司NBV将同比+2%左右，全年将同比+5%左右。截至4月7日，太保A股、H股的2021PEV分别为0.67倍、0.46倍，分别位于历史估值分位的7%、6%，估值极低，反映负债端极度悲观预期，我们判断其短期负债端保持平稳，长期改善可期。我们维持前次盈利预估，对于2021-2023年归母净利润预估为285亿/330亿/393亿，yoy+16%/16%/19%，维持“买入”评级。

一、2季度为司庆季，我们预计公司将开展系列业务推动活动，带动NBV平稳增长。

我们预计中国太保1季度NBV同比+2%左右。今年是太保成立30周年，5月将是公司司庆月，我们判断2季度公司可能会配合司庆开展系列业务推动活动，包括客户经营、产品推动及增员推动等。我们预计，Q2单季NBV亦能实现微正增长，上半年NBV同比为+2%左右。

二、寿险新领导落地，引领“长航行动”，长期改善可期。

前友邦中国及区域 CEO 蔡强成功加盟太保拟任太保寿险总经理，蔡强自2009年加入友邦保险，任友邦中国首席执行官，在友邦保险工作11年期间，蔡强推动友邦中国代理人渠道改革，带动寿险价值业务快速发展，我们判断蔡强的加盟对于太保寿险渠道经营升级意义重大。

今年1月太保对外发布“长航行动”，提出“做寿险行业的长期主义者”，在“长航行动”引领下，中国太保寿险将着力打造队伍升级、赛道布局、服务增值、数字赋能四大战略内核。其中，升级营销队伍被视为公司开启高质量发展新征程的破局点，也是“长航行动”战略实施的首要着力点。太保寿险在近期已开始从增员、基本法的打造、培训、科技赋能等全方位来打造队伍。蔡强总具有丰富的城区中高端市场经营以及优质代理人渠道建设的经验，在他的引领下，“长航行动”将有望实现其最终的目标，驱动太保NBV实现长期的平稳健康增长。

三、大健康大养老产业的布局快速推进，将形成服务壁垒。

太保以自建的健康养老服务为主，保证优质的服务供给，其正在进行的服务布局包括以下方面：

1、蓄力深耕大健康领域，打造“太保蓝本”服务品牌。

1) 太保的健康险公司已经完成了股权变更并正式的更名，中国太保已全资控股太保健康险公司，未来将重塑其的发展基因，承担起健康险产品创新和探索线上流量转换生产方式的使命，致力成为一家科技型医疗健康险公司。同时，太保和红杉资本共同发起设立了健康产业基金，共同推进在生物医药、医疗器械、医疗服务、数字医疗，大健康产业链的长期布局，目前已经快速布局了多个项目。

2) 太保与瑞金医院的联手成立了广慈太保互联网医院，将以家庭医生为入口，为客户提供高品质的一站式医疗健康解决方案。另外，太保正在谋划实体医院的布局，从供给小需求大的康复医院着手，既与养老社区相结合，又能和健康管理服务相结合。

3) “太保蓝本”不断丰富服务内涵，以品牌效应和优质服务带动健康险销售。其中的专业版及尊享版以国内顶尖三甲医院专家资源为支撑，打造“小病不出门、大病选三甲、呵护更长久、福利惠全家”的全生命周期“健康服务+保险产品”模式，涵盖了三甲专家预约、三甲专家病房、三甲专家手术、二次诊疗、多学科会诊、海外就医协助等多项服务。截止2021年2月底，太保蓝本已温暖覆盖1350万客户，服务近9000户家庭。

2、太保家园养老社区全国布局加速落地。目前“太保家园”养老社区已在成都、大理、杭州、上海、厦门、南京、武汉7个城市落地8个项目，成都项目和大理项目将于2021年开业完工，届时对于大单销售的提振作用将更显著。

3、打造“保险+信托金”服务，面向高净值客户。中国太保寿险与上海信托签署“对接服务合作协议”，可以与保险产品结合，为高净值客户提供财富传承、财富增值、风险隔离等资产管理服务，“产品+服务”的构建更进一步。

风险提示：代理人升级效果不及预期；重疾险销售低于预期；服务布局慢于预期

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	35.56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)	243,409.67
流通A股市值(百万元)	243,409.67
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	
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-年报点评报告: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》2021-03-29
- 2 《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
- 3 《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

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	385489	422182	433938	476354	523281
（+/-）YoY(%)	8.78%	9.52%	2.78%	9.77%	9.85%
净利润（百万元）	27741	24584	28515	32976	39329
（+/-）YoY(%)	54.0%	-11.4%	16.0%	15.6%	19.3%
EPS（元）	3.06	2.63	2.96	3.43	4.09
BVPS（元）	11.67	13.58	11.35	9.82	8.23
EV（元）	1.81	1.60	1.46	1.30	1.15

资料来源：wind，天风证券研究所

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
每股指标 (元)						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	53.59	59.93	67.24	减: 分出保费	22358	24741	32381	37972	44961
每股新业务价值	2.71	1.85	1.93	2.12	2.34	净保费收入	323135	334945	350940	382268	418495
						减: 净提取未到期责任准	11913	5684	11012	17837	17617
价值评估 (倍)						已赚净保费	311222	329261	339929	364431	400878
P/E	11.67	13.58	11.35	9.82	8.23	投资收益	67762	87413	91108	108980	119426
P/B	1.81	1.60	1.46	1.30	1.15	营业收入	385489	422182	433938	476354	523281
P/EV	0.82	0.75	0.67	0.60	0.53	赔付及保户利益	273140	306824	303023	330647	359100
VNBX	-2.94	19.26	-9.25	-11.40	-13.49	保险业务综合费用	84282	85981	93285	102229	112374
						营业费用	357422	392805	396307	432876	471474
盈利能力指标 (%)						营业利润	28067	29377	37630	43478	51806
净投资收益率	4.90%	4.70%	4.90%	4.90%	4.90%	税前利润	27966	29238	37380	43228	51556
总投资收益率	5.40%	5.90%	5.00%	5.00%	5.00%	所得税	(388)	3886	8224	9510	11342
净资产收益率	16.92%	12.49%	12.67%	13.23%	13.98%	归属于母公司股东的净利	27741	24584	28515	32976	39329
总资产收益率	1.82%	1.39%	1.48%	1.56%	1.70%	少数股东损益	613	768	641	742	885
财险综合成本率	98.30%	99.00%	98.50%	98.50%	98.50%						
财险赔付率	60.20%	61.40%	61.00%	61.00%	61.00%						
财险费用率	38.10%	37.60%	37.50%	37.50%	37.50%						
						资产负债表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利增长 (%)						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%	12.2%	11.8%	12.2%	股权投资	207785	295672	274498	302069	331735
新业务价值增长率	-9.3%	-27.5%	4.1%	10.0%	10.0%	其他投资	89641	74296	108371	119256	130968
						总投资资产	1419263	1648007	1806184	1987598	2182796
偿付能力充足率 (%)						分保资产	25560	27719	25900	25900	25900
偿付能力充足率 (集团)	295%	288%	288%	288%	288%	其他资产	83510	95278	90594	95140	100562
偿付能力充足率 (寿险)	257%	242%	250%	250%	250%	资产总计	1528333	1771004	1922677	2108638	2309258
偿付能力充足率 (产险)	293%	276%	276%	276%	276%	保险合同负债	1068021	1225176	1362719	1519426	1683788
						投资合同负债	75576	87126	95000	95000	95000
内含价值 (百万元)						次级债	9988	9991	9991	9991	9991
调整后净资产	208,402	233,410	261,419	292,790	327,925	其他负债	191428	227876	213800	213800	213800
有效业务价值	187,585	225,910	254,090	283,780	318,894	负债总计	1345013	1550169	1681510	1838217	2002579
内含价值	395,987	459,320	515,509	576,570	646,819	实收资本	9062	9620	9620	9620	9620
一年新业务价值	24,597	17,841	18,580	20,437	22,481	归属于母公司股东权益	178427	215224	235031	263559	298929
核心内含价值回报率 (%)	16.45%	12.54%	12.57%	12.58%	12.57%	少数股东权益	4893	5611	6136	6862	7750
						负债和所有者权益合计	1528333	1771004	1922677	2108638	2309258
寿险新业务保费 (百万)											
短险和趸缴新单保费	6,594	7,058	9,921	10,188	10,422						
期缴新单保费	33,000	21,977	26,372	29,010	31,911						
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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com