

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中国太保 (601601)

投资评级 买入

上次评级 买入

王舫朝 首席研究员

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

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

新单表现亮眼，非车险强劲增长

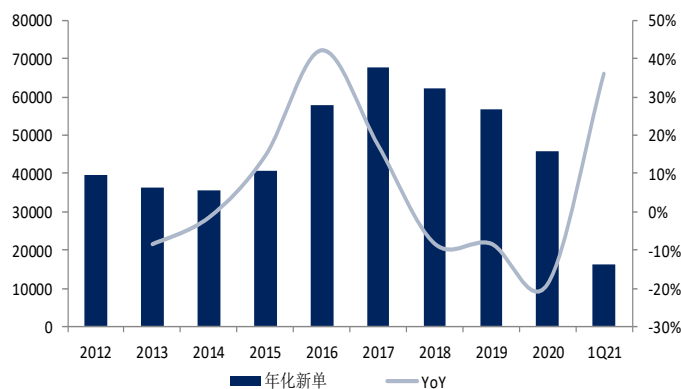
2021 年 04 月 29 日

事件: 1Q21 营业收入 1512.6 亿元, 同比+9.4%, 净利润 85.47 亿元, 同比+1.9%。基本每股收益 0.89 元, 同比-4.3ppts。加权平均 ROE 为 3.9%, 同比-0.7ppts。

- **1Q21 新保业务表现亮眼，续期拖累总保费增速。**一季度寿险总保费 954.4 亿元, 同比+3.9%。个险总保费 870.0 亿元, 同比+2.5%, 其中个险新单保费 163.4 亿元, 同比+35.9%, 其中期缴新单同比+49.5%, 主要源于开门红表现较好, 且受低基数利好。但由于去年新单增速承压, 续期业务同比-3.1%, 拖累整体保费增速。3 月份以来, 受前期开门红和重疾炒停对需求的透支, 叠加代理人尚未适应新重疾产品销售, 新单保费未能延续一二月份增长态势, 增速由正转负。
- **非车险强劲增长拉动产险保费较快增长。**一季度产险实现保险业务收入 437.5 亿元, 同比+12%, 其中非车险收入同比+41.0%, 占比同比提升 10.2pct 至 50.0%。受车险综改影响, 车险收入同比-7.0%。车险综合改革以来, 公司深化车险客户精细化管理, 加强创新及对线上服务平台的优化, 同时大力开展非车险产品的开发, 为保费增长提供新动能。
- **投资收益保持稳健。**一季度投资资产较年初增长 2%至 16812.7 亿元。受一季度权益市场波动及长端利率下行影响, 公司积极配置长久期政府债, 匹配资产负债久期, 同时加大配置现金配置, 减配权益类投资。固收类资产占比较年初上升 0.1ppts 至 78.4%, 其中债券配置较年初提升 0.3ppts 至 38.7%, 股票+基金占比较年初下降 0.2ppts 至 10%。投资收益整体保持稳健, 一季度净投资收益率 3.9%, 同比-0.3ppts, 总投资收益率 4.6%, 同比+0.1ppts, 源于权益类资产买卖兑现。
- **投资建议:** 3 月以来受新重疾定义切换及消费复苏速度低于预期等因素影响, 新单保费承压。考虑到二季度以来加大增员力度, 坚定打造三支队伍成效的逐步兑现, 以及代理人逐步适应新重疾产品的销售, 我们预计目前新单已接近触底, 后续有望逐步回暖。目前股价对应的 2021E PEV 仅 0.61x, 我们持续看好健康养老的布局以及优异的公司治理, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 代理人展业增员进度不及预期; 代理人产能持续下滑导致人员脱落; 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。

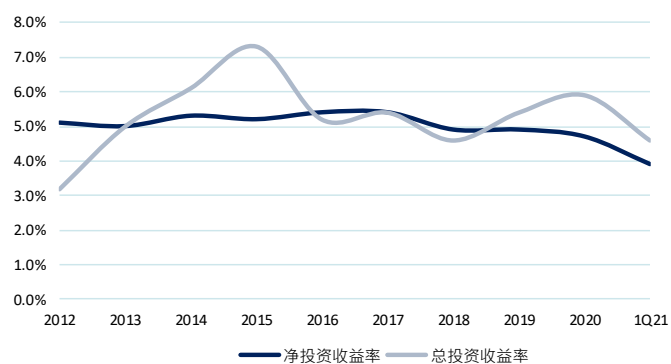
重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	385,489	422,182	449,397	501,221	565,045
增长率 YoY %	8.78%	9.52%	6.45%	11.53%	12.73%
归属母公司净利润 (百万元)	27,741	24,584	30,503	37,757	41,457
增长率 YoY%	53.95%	-11.38%	24.08%	23.78%	9.80%
NBV margin%	43.33%	38.87%	36.00%	36.00%	36.00%
净资产收益率 ROE%	16.92%	12.51%	13.87%	15.53%	14.72%
EPS(摊薄)(元)	3.06	2.63	3.17	3.92	4.31
市盈率 P/E(倍)	10.96	12.74	10.58	8.55	7.78
市净率 P/B(倍)	1.70	1.50	1.44	1.23	1.07

图 1: 新单保费 (百万元) 及增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 投资收益率



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心



损益表	百万元			
	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	422,182	449,397	501,221	565,045
已赚保费	422,182	357,382	400,146	452,636
保费业务收入	362,064	389,938	437,928	497,150
投资净收益	87,413	89,603	98,460	109,564
其他业务收入	4,303	2,411	2,615	2,846
营业支出	-392,805	-413,749	-457,123	-516,607
退保金	-14,421	-14,417	-14,777	-16,376
赔款支出	-142,851	-167,985	-192,469	-222,623
提取保险责任准备金	-138,184	-127,071	-138,710	-150,822
营业税金及附加	-1,044	-939	-1,035	-1,174
手续费及佣金支出	-39,495	44,555	49,110	55,709
业务及管理费用	-52,985	-54,185	-59,725	-67,750
其他业务支出	-12,975	-109,872	-121,107	-137,380
营业利润	29,377	35,648	44,099	48,439
其他	-139	0	0	0
利润总额	29,238	35,648	44,099	48,439
所得税	-3,886	-4,634	-5,733	-6,297
净利润	25,352	31,014	38,366	42,142
少数股东权益	768	511	609	684
归属母公司净利润	24,584	30,503	37,757	41,457
基本EPS (rmb)	2.63	3.17	3.92	4.31

资产负债表	百万元			
	2020A	2021E	2022E	2023E
总资产	1735074	1771004	1936907	2153527
投资资产	1,206,176	1,251,196	1,368,405	1,521,444
非投资资产	528898	519808	568502	632082
总负债	1,527,258	1,550,169	1,706,354	1,885,211
准备金负债	1213248	1225176	1348617	1489977
保户储金及投资款	86,029	87,126	89,980	99,412
其他负债	25697	34180	37624	41567
所有者权益	207,816	220,835	230,554	268,315
股本	9620	9620	9620	9620

每股指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益 (元)	2.63	3.17	3.92	4.31
每股净资产 (元)	22.37	23.36	27.18	31.38
每股内含价值 (元)	47.75	54.99	63.42	72.58
每股新业务价值 (元)	1.85	2.06	2.31	2.54
内含价值	2020A	2021E	2022E	2023E
调整后净资产	257378	291765	347934	409198
有效业务价值	205451	241402	266706	294106
内含价值	459320	529040	610079	698275
一年新业务价值	17841	19830	22210	24431
寿险 ROEV (%)	15.2%	16.1%	15.9%	15.6%

收入/支出增长率 (%)	2020A	2021E	2022E	2023E
已赚保费收入增长	4.2%	7.7%	12.3%	13.5%
投资收益增长	27.6%	2.4%	9.9%	11.3%
营业收入增长	9.5%	6.4%	11.5%	12.7%
退保金增长	29.9%	0.0%	2.5%	10.8%
佣金及手续费增长	-15.7%	-212.8%	10.2%	13.4%

当期成本率 (%)	2020A	2021E	2022E	2023E
佣金率	9.4%	-12.5%	-12.3%	-12.3%
行政费用率	12.6%	15.2%	14.9%	15.0%
赔付率	33.8%	47.0%	48.1%	49.2%
退保率	3.4%	4.0%	3.7%	3.6%
准备金提转差	32.7%	35.6%	34.7%	33.3%

资产/负债增长率 (%)	2020A	2021E	2022E	2023E
总资产增长率	2.1%	9.4%	11.2%	10.9%
投资资产增长率	3.7%	9.4%	11.2%	10.9%
总负债增长率	1.5%	10.1%	10.5%	10.3%
寿险准备金增长率	1.0%	10.1%	10.5%	10.3%
股东权益增长	6.3%	4.4%	16.4%	15.4%

资本公积	79,783	79,788	79,783	79,788
盈余公积	4835	5114	8164	11940
一般风险准备	14,384	12,000	12,000	12,000
未分配利润	79321	81533	108986	142967
归母股东权益	202,750	215,224	224,696	261,498
少数股东权益	5066	5611	5858	6817

估值分析	2020A	2021E	2022E	2023E
PE	12.74	10.58	8.55	7.78
PB	1.50	1.44	1.23	1.07
PEV	0.70	0.61	0.53	0.46
隐含新业务倍数	-7.66	-10.41	-12.94	-15.37

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
全国销售总监	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
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@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。