

中国太保 (601601.SH)

2021 一季报：寿险新单增速较快，非车险延续强劲增长态势

投资要点

- ◆ **事件描述：**公司披露 2021Q1 季报，实现营业收入 1512.6 亿元，同比+9.4%；营业支出为 1404.8 亿元，同比+10.3%；实现净利润 87.9 亿元，同比+2.3%。
- ◆ **公司代理人渠道新单保费在低基数下增长较快，新单期交占比提升。**受公司 2020 年开门红节奏及后续疫情冲击影响原因，在 2020Q1 低基数下，公司今年积极备战开门红并充分抓住行业新旧重疾切换契机，寿险保费收入增长由负转正，实现寿险保费收入 954 亿元，同比+3.88%。代理人渠道作为公司的主要渠道，Q1 分别实现新单保费与续期保费 163 亿元、707 亿元，同比分别+35.88%、-3.05%，占总保费比重分别为 17.12%、74.04%，同比分别上升 4.03 个百分点、下滑 5.29 个百分点。从新保业务期限结构来看，期交占新保业务比重为 88.44%，同比、环比分别上升 8.05、12.75 个百分点，公司新单缴费的期限结构边际改善明显，预计公司 Q1 价值率仍保持平稳态势。
- ◆ **车险保费收入负增长，非车险保费收入维持强劲增长。**2021Q1 公司实现车险、非车险保费收入 218.7 亿元、218.8 亿元，同比分别-7.04%、+40.98%，受车险综改实施的压力，公司车险保费同比负增长，同步于行业趋势，非车险保费收入维持强劲增长，以健康险、责任险、农业险为代表的非车险产品预计持续维持高增长。公司加强非车险品质管控，全面推进高质量发展，有望改善产险业务整体综合成本率。
- ◆ **投资资产保持稳健增长，资产配置中股票、基金占比下降。**2021Q1 末，集团投资资产规模为 16813 亿元，同比+13.44%，依旧保持较稳健的增长。公司年化净投资收益率、年化总投资收益率分别为 3.9%、4.6%，同比分别下降 0.3、上升 0.1 个百分点，Q1 投资收益表现较为稳定良好。从公司资产配置来看，在固定收益类上，债券投资、定期存款、其它固定收益类的占比分别为 38.7%、11.6%、28.1%，环比分别下降 0.6、下降 0.1、上升 0.8 个百分点；公司在股票、基金的投资比重上下降，股票、基金的资产配置占比分别为 7.6%、3.6%，同比均下降 0.1、下降 0.1 个百分点。
- ◆ **首次覆盖给予“买入”评级。**公司 21Q1 代理人渠道新单保费增速快速，新单期交占比提升，非车维持强劲增长。尽管当前行业整体面临代理人改革难的痛点，但公司坚持价值与长期，提升数字化经营能力，在大健康大养老领域积极推进，有望推动稳健高质量发展。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 3.08 元、3.49 元、3.78 元，每股内含价值分别为 55.1 元、61.8 元、69.2 元，对应 P/EV 为 0.60 倍、0.53 倍、0.48 倍，目前估值处于历史较低水平，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**新单销售不及预期；新业务价值增长不及预期；代理人队伍不稳定；资本市场波动加大等。

关键财务指标与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
保险业务收入（百万元）	362064	381978	414064	448431
YOY	4.19%	5.50%	8.40%	8.30%
新业务价值（百万元）	20058	21061	23167	25484
YOY	-29.70%	5.00%	9.00%	10.00%
净利润（百万元）	25352	28470	32249	34992
YOY	-10.59%	9.88%	12.82%	8.01%
内含价值增速	15.99%	15.50%	12.00%	12.00%
每股内含价值（元）	47.7	55.1	61.8	69.2
每股收益（元）	2.63	3.08	3.49	3.78
P/EV	0.69	0.60	0.53	0.48

资料来源：Wind，万和证券研究所

投资评级

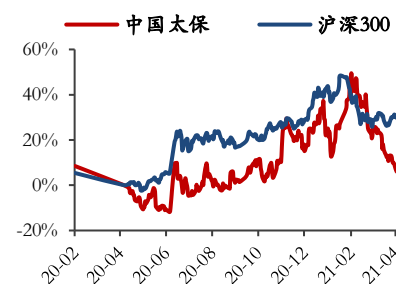
买入

首次评级

基本数据 (2021-04-30)

所属行业	非银金融 保险 III
股价(元)	32.89
总市值(亿元)	3164
流通市值(亿元)	2251
总股本(亿股)	96.2
流通股本(亿股)	68.5
12 个月价格区间(元)	26.96-47.14

股价表现



%	1M	3M	12M
相对收益	-16.49	-5.57	-21.06
绝对收益	-14.97	-10.28	11.43

资料来源：Wind，万和证券研究所

作者

朱志强 分析师

SAC 执业证书：S0380517030001

联系电话：0755-82830333 (127)

邮箱：zhuzq@wanhesec.com

黎云云 分析师

SAC 执业证书：S0380520120003

联系电话：0755-82830333 (125)

邮箱：liyy@wanhesec.com



请阅读正文之后的信息披露和重要声明

正文目录

一、Q1 寿险代理人渠道新单大幅增速较快，产险非车维持强劲增长.....3

二、资产端表现稳健，总投资收益率表现较好.....4

三、盈利预测与投资建议5

四、风险提示.....5

图表目录

图表 1 公司寿险保费收入增速由负转正..... 3

图表 2 公司代理人渠道新保业务同比增速较快.....3

图表 3 公司期交占新保业务比重环比上升..... 3

图表 4 非车险保费收入增速维持强劲增长..... 4

图表 5 投资资产保持稳健增长..... 4

图表 6 公司总投资收益率受益资本市场表现（%） 4

图表 7 公司加大对股票、基金的投资 5

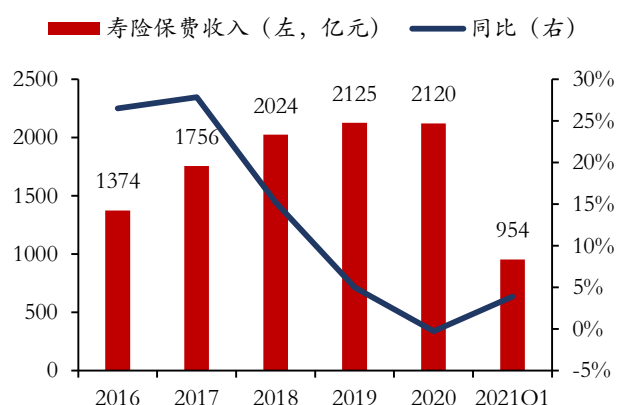
图表 8 财务预测与估值..... 6

公司披露 2021Q1 季报，实现营业收入 1512.6 亿元，同比+9.4%，其中已赚保费和投资净收益分别为 1226.2 亿元、273.8 亿元，同比+4.7%、+35.7%；营业支出为 1404.8 亿元，同比+10.3%，其中退保金增幅较大（由去年同期 22.5 亿元增加至 50.4 亿元）；实现净利润 87.9 亿元，同比+2.3%。

一、Q1 寿险代理人渠道新单增速较快，产险非车维持强劲增长

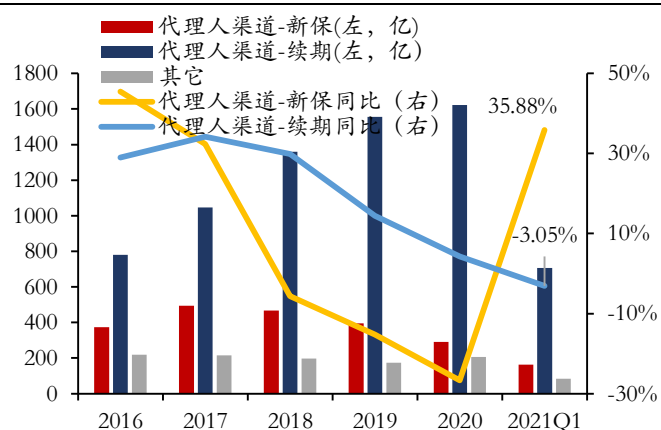
2021Q1 公司代理人渠道新单保费在低基数下增长较快，新单期交占比提升。受公司 2020 年开门红节奏及后续疫情冲击影响原因，在 2020Q1 低基数下，公司今年积极备战开门红及充分抓住行业新旧重疾切换契机，寿险保费收入由负转正增长，实现寿险保费收入 954 亿元，同比+3.88%。代理人渠道作为公司的主要渠道，Q1 分别实现新单保费与续期保费 163 亿元、707 亿元，同比分别+35.88%、-3.05%，占总保费比重分别为 17.12%、74.04%，同比分别上升 4.03 个百分点、下滑 5.29 个百分点。从新保业务期限结构来看，期交占新保业务比重为 88.44%，同比、环比分别上升 8.05、12.75 个百分点，公司新单缴费的期限结构边际改善明显，预计公司 Q1 价值率仍保持平稳态势。公司以“打造服务最佳的寿险公司，做寿险行业长期主义者”为愿景，加快转型发展队伍，推进代理人队伍升级，持续打造绩优文化和实战式训练，目前代理人转型有待继续深入发展。

图表 1 公司寿险保费收入增速由负转正



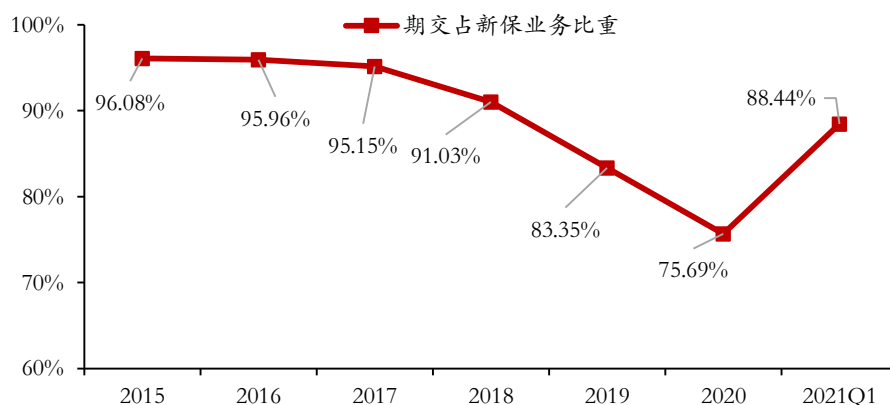
资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 2 公司代理人渠道新保业务同比增速较快



资料来源：公司公告，万和证券研究所

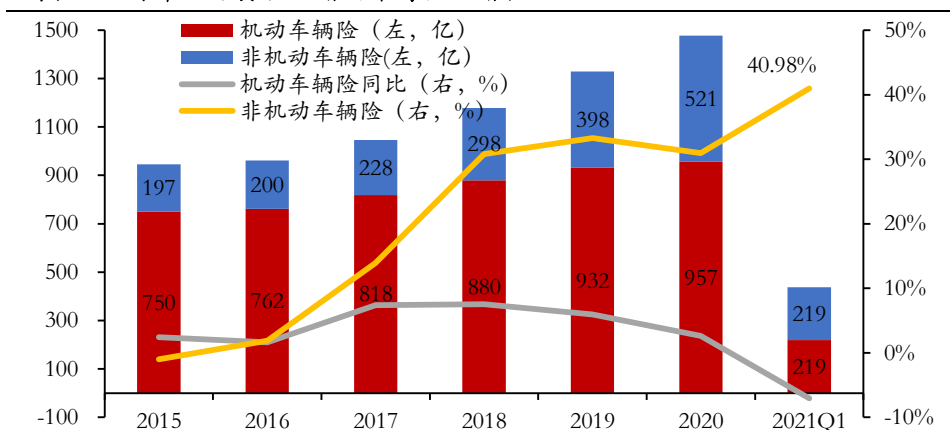
图表 3 公司期交占新保业务比重环比上升



资料来源：公司公告，万和证券研究所

车险保费收入负增长，非车保费收入维持强劲增长。2021Q1 公司实现车险、非车险保费收入 218.7 亿元、218.8 亿元，同比分别-7.04%、+40.98%，受车险综改实施的压力，公司车险突破同比负增长，同步于行业趋势，非车险保费收入维持强劲增长，以健康险、责任险、农业险为代表的非车险产品预计持续维持高增长。公司加强非车险品质管控，全面推进高质量发展，有望改善产险业务整体综合成本率。

图表 4 非车险保费收入增速维持强劲增长

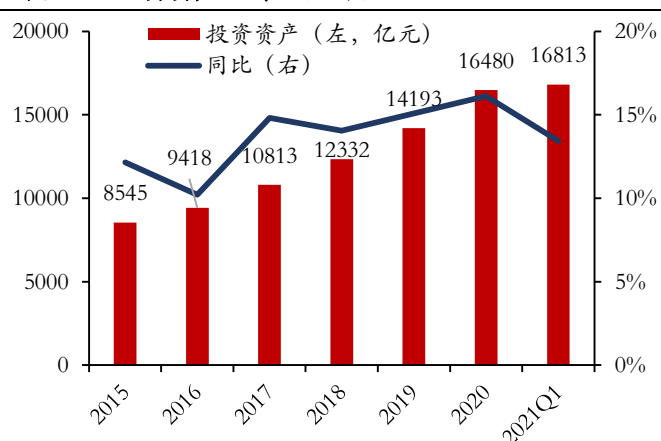


资料来源：公司公告，万和证券研究所

二、资产端表现稳健，总投资收益率表现较好

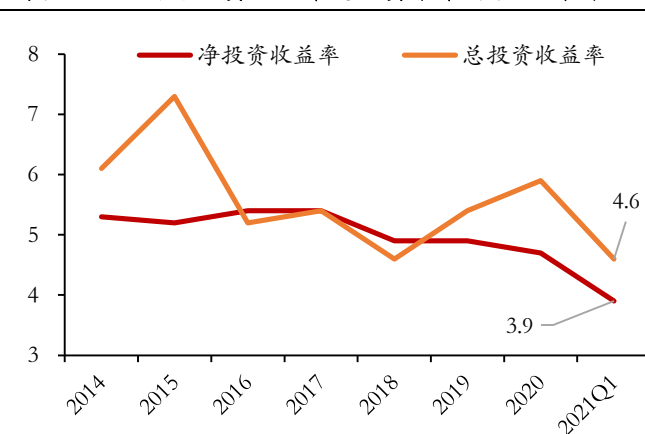
投资资产保持稳健增长，资产配置中股票、基金占比下降。2021Q1 末，集团投资资产规模为 16813 亿元，同比+13.44%，依旧保持较稳健的增长。公司年化净投资收益率、年化总投资收益率分别为 3.9%、4.6%，同比分别下降 0.3、上升 0.1 个百分点，Q1 投资收益表现较为稳定良好。从公司资产配置来看，在固定收益类上，债券投资、定期存款、其它固定收益类的占比分别为 38.7%、11.6%、28.1%，环比分别下降 0.6、下降 0.1、上升 0.8 个百分点，固定收益类投资合计比重上升 0.1 个百分点；公司在股票、基金的投资比重上下降，股票、基金的资产配置占比分别为 7.6%、3.6%，同比分别下降 0.1、下降 0.1 个百分点。

图表 5 投资资产保持稳健增长



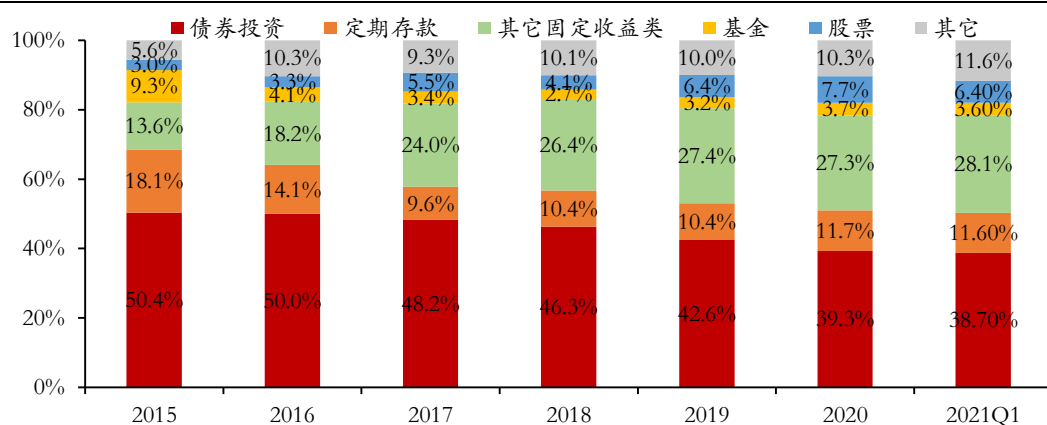
资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 6 公司总投资收益率受益资本市场表现 (%)



资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 7 公司加大对股票、基金的投资



资料来源：公司公告，万和证券研究所

三、盈利预测与投资建议

首次覆盖给予“买入”评级。公司 21Q1 代理人渠道新单保费增速快速，新单期交占比提升，非车维持强劲增长。尽管当前行业整体面临代理人改革难的痛点，但公司坚持价值与长期，提升数字化经营能力，在大健康大养老领域积极推进，有望推动稳健高质量发展。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 3.08 元、3.49 元、3.78 元，每股内含价值分别为 55.1 元、61.8 元、69.2 元，对应 P/EV 为 0.60 倍、0.53 倍、0.48 倍，目前估值处于历史较低水平，首次覆盖给予“买入”评级。

四、风险提示

新单销售不及预期；新业务价值增长不及预期；代理人队伍不稳定；资本市场波动加大等。

图表 8 财务预测与估值

财务预测摘要									
利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	422182	454261	492581	534815	货币资金	20,878	23218	29022	34711
已赚保费	331639	348221	376079	406165	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	12473	16152	27861	21360
保险业务收入	362064	381978	414064	448431	定期存款	192966	272558	243788	293706
分出保费	-24741	-27957	-32990	-38928	可供出售金融资产	596158	666252	766189	881118
提取未到期责任准备金	-5684	-5799	-4995	-3338	持有至到期投资	329360	403789	464357	534011
投资收益	87413	100525	110577	121635	资产总计	1771004	2018945	2321786	2670054
公允价值变动损益	81	113.4	119	125.0235	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	0	1773	2045	2350
汇兑损益	-1428	714	214	214	卖出回购金融资产款	90825	79768	71592	93986
其他业务收入	4303	4518	5422	6506	保户储金及投资款	87126	141811	153412	152727
退保金	-14421	-23073.6	-25381	-27919	寿险责任准备金	1010194	1180574	1362299	1564865
赔付支出	-142851	-164279	-180707	-195163	应付债券	9991	9991	9991	9991
手续费及佣金支出	-39495	-41470	-47690	-53413	负债合计	1550169	1772633	2045494	2349648
业务及管理费	-52985	-56694	-60663	-65516	股东权益	220835	246311	276293	320407
其他业务成本	-5320	-5958	-6673	-7474	关键财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
资产减值损失	-4394	-4833.4	-5317	-5848	保险业务收入增速	4.19%	5.50%	8.40%	8.30%
营业利润	29377	31798	34481	37437	新业务价值增速	-29.70%	5.00%	9.00%	10.00%
利润总额	29238	34307	34307	37225	净利润增速	-10.59%	9.88%	8.01%	8.01%
所得税费用	-3886	-3163	-2058	-2234	资产增速	15.88%	14.00%	15.00%	15.00%
净利润	25352	28470	32249	34992	负债增速	15.25%	14.35%	15.39%	14.87%
归母净利润	24584	27900	31604	34292	内含价值增速	15.99%	15.50%	12.00%	12.00%
内含价值	2020	2021E	2022E	2023E	每股内含价值	47.7	55.1	61.8	69.2
经调整的净资产价值	257378	267379	306001	346714	每股收益	2.63	3.01	3.40	3.67
扣除要求资本成本前的有效业务价值	217617	281173	308972	342721	每股净资产	22.4	25.60	28.72	33.31
持有要求资本成本	-12167	-18037	-20796	-23957	P/EV	0.69	0.60	0.53	0.48
扣除要求资本成本后的有效业务价值	205451	263135	288176	318764					
内含价值	459320	530515	594176	665478					

资料来源：Wind，万和证券研究所

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作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。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>