

公司研究

新单增速亮眼，NBVM 拖累总 NBV，期待寿险改革

——中国太保（601601.SH、2601.HK）2021 年半年报点评

A 股：买入（维持）

当前价：26.18 元人民币

H 股：买入（维持）

当前价：22.10 港币

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

wangyf@ebsecn.com

联系人：郑君怡

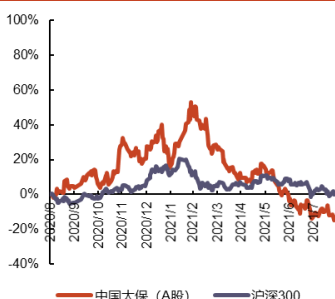
010-57378023

zhengjy@ebsecn.com

市场数据（A 股）

总股本(亿股)	96.20
总市值(亿元):	2519
一年最低/最高(元):	25.35/47.14
近 3 月换手率:	57.8%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.3	-11.0	-12.9
绝对	0.6	-20.5	-13.2

资料来源：Wind

相关研报

保险业拐点何时到来？——保险行业 2021 年中期策略报告（20210722）
 寿险转型可期，非车险快速发展——中国太保（601601.SH、2601.HK）：2020 年半年报点评（20210328）
 寿险业务承压，产险持续发展——中国太保（601601.SH、2601.HK）：2020 年三季度报点评（20201103）
 寿险改革在即，产险利润持续释放——中国太保（601601.SH、2601.HK）：2020 年半年报点评（20200824）

要点

事件：中国太保发布 2021 年半年度报告：中国太保 2021 年上半年实现营业收入 2525 亿元（YOY+7.2%），归母净利润 173 亿元（YOY+21.5%），加权平均净资产收益率为 7.8%，同比提升 0.1 个百分点，NBV 下滑 8.9%至 102 亿元，集团内含价值为 4744 亿元，较年初增长 3.3%。

点评：

代理人渠道新保业务增速亮眼，NBVM 下滑导致 NBV 短期承压，剩余边际增速放缓。2021 年上半年，公司实现寿险保费收入 1414 亿元（YOY+2.1%），其中个人客户代理人渠道新保业务收入 226 亿元，同比增长 18.5%，主要得益于公司今年 5 月司庆 30 周年推出大量新产品。由于新推产品中年金险较多，如首款中期年金险“鑫从容庆典版 A 款”，业务结构变化导致 2021H1 新业务价值率下滑 11.6pct 至 25.4%，拉低新业务价值 8.9%至 102 亿元，剩余边际余额 3577 亿元，较上年末增长 1.9%，但增速相比 2020H1 下降 3.4pct。

月均总人力大幅下滑，产能提升，改革进一步深化。2021 年上半年，公司持续推进寿险改革，主动清虚，代理人队伍月均总人力 64.1 万人，同比下降 16.3%。同时，公司坚持有质量的人力发展策略，推动高产能队伍建设，通过培训赋能、提升队伍收入等方式实现增优留优，2021H1 代理人产能明显提升，月人均首年保险业务收入 5918 元，同比增长 41.5%，月人均首年佣金收入 986 元，同比增长 15.1%。

车险保费下滑，非车险占比提升，综合成本率同比上升 1.0pct。2021 年上半年，公司财产险保费收入 816 亿元（YOY+6.4%），其中车险保费收入同比下滑 6.9%至 446 亿元，主要受车险综合改革影响，商车险保费收入同比下滑 11.7%至 322 亿元；非车险保费收入同比提升 28.6%至 369 亿元，占比达 45.3%，同比提升 7.8pct，主要得益于健康险同比大幅增长 70.1%至 82 亿元，以及农业险和责任险等新兴领域业务的快速增长，分别同比增长 17.5%和 38.7%至 67.3 亿元和 67.2 亿元。车险改革压力下，综合费用率虽同比下降 9.4pct 至 29.2%，但由于综合赔付率同比上升 10.4pct 至 70.1%，使得综合成本率同比上升 1.0pct 至 99.3%。

权益投资表现亮眼，总投资收益同比增长 28.4%。截至 2021 年 6 月 30 日，公司投资资产达 175 亿元，相比 2020 年年底增加 6.3%，2021H1 实现净投资收益 354 亿元（YOY+8.3%），主要得益于固定息投资利息收入同比增长 6.4%至 310 亿元；总投资收益 493 亿元（YOY+28.4%），主要得益于证券买卖收益同比大幅提升 85.7%至 151 亿元。公司 2021H1 实现年化总投资收益率 5.0%，同比提升 0.2pct，其中权益投资类总投资收益率达 5.7%，同比提升 1.6pct。

盈利预测与评级：公司寿险渠道改革持续深化，虽受业务结构影响 NBV 暂时下滑，但随着代理人提质增量，以及公司积极布局康养产业链，“太保家园”初步实现“东南西北中”全国布局，期待未来业绩有所改善。结合公司 2021H1 归母净利润同比提升 21.5%，我们上调公司 2021-2023 归母净利润预测 4.3%/9.2%/2.4%至 371/429/496 亿元。目前 A/H 股价对应公司 21 年 PEV 为 0.49/0.34，维持 A/H 股“买入”评级。

风险提示：经济复苏不及预期；政策改革推进不及预期；长端利率超预期下行。

公司盈利预测与估值简表

财务简表	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	385,489	422,182	472,360	537,218	613,726
营业收入增长率%	8.78%	9.52%	11.89%	13.73%	14.24%
净利润 (百万元)	27,741	24,584	37,149	42,887	49,592
净利润增长率%	53.95%	-11.38%	51.11%	15.45%	15.63%
EPS (元)	3.06	2.56	3.86	4.46	5.16
EVPS (元)	43.70	47.75	53.54	60.14	67.68
P/E (A)	8.55	10.24	6.78	5.87	5.08
P/B (A)	1.33	1.17	0.95	0.78	0.65
P/EVPS (A)	0.60	0.55	0.49	0.44	0.39
P/E (H)	6.01	7.19	4.76	4.12	3.57
P/B (H)	0.93	0.82	0.67	0.55	0.46
P/EVPS (H)	0.42	0.39	0.34	0.31	0.27

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021 年 08 月 27 日; HKD/CNY=0.8318

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	385,489	422,182	472,360	537,218	613,726
已赚保费	313,246	331,639	371,094	421,917	482,426
投资净收益	67,762	87,413	98,173	111,801	127,326
营业支出	357,422	392,805	430,522	488,917	557,874
退保金	11,104	14,421	16,241	18,331	20,732
赔付支出	128,541	142,851	154,527	176,333	202,719
提取保险责任准备金	122,776	138,184	152,894	172,647	195,382
保单红利支出	10,777	11,512	13,206	15,149	17,378
保险业务手续费及佣金支出	46,853	39,495	44,379	50,493	57,796
业务及管理费	45,439	52,985	59,537	67,740	77,538
营业利润	28,067	29,377	41,839	48,301	55,852
营业外收入	82	108	154	178	205
营业外支出	183	247	352	406	470
利润总额	27,966	29,238	41,641	48,072	55,588
所得税费用	388	3,886	3,331	3,846	4,447
少数股东损益	613	768	1,161	1,340	1,549
净利润	27,741	24,584	37,149	42,887	49,592

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产总计	1,528,333	1,771,004	2,049,320	2,369,656	2,738,365
货币资金	14,872	20,878	24,159	27,935	32,282
交易性金融资产	4,931	12,473	14,433	16,689	19,286
可供出售金融资产	511,822	596,158	689,845	797,677	921,792
持有至到期投资	295,247	329,360	381,119	440,694	509,264
其他可投资资产	444,635	496,172	574,146	663,893	767,192
投资资产	1,419,263	1,648,007	1,906,994	2,205,083	2,548,184
非投资资产	109,070	122,997	142,326	164,574	190,181
负债合计	1,345,013	1,550,169	1,778,270	2,039,935	2,340,104
未到期责任准备金	61,975	68,800	78,924	90,537	103,859
未决赔款准备金	42,504	47,386	54,359	62,357	71,533
寿险责任准备金	891,195	1,010,194	1,158,840	1,329,359	1,524,968
长期健康险责任准备金	72,347	98,796	113,333	130,010	149,140
所有者权益合计	183,320	220,835	271,050	329,721	398,261
股本	9,062	9,620	9,620	9,620	9,620
归属于母公司所有者权益合计	178,427	215,224	264,163	321,343	388,142
少数股东权益	4,893	5,611	6,887	8,378	10,119

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE