

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

《中国太保深度报告: 引领健康养老发展, 业绩反转可期》2020.01

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

队伍量降质增, 大健康战略逐步落地

2021年08月29日

事件:中国太保公布2021年中报,实现营业收入2525.12亿元,同比+7.2%。实现归母净利润173.04亿元,同比+21.5%,扣非后净利润同比+21.3%。每股收益1.80元,同比+14.6%。加权平均ROE7.8%,同比下降0.1ppts。

点评:

- **净利润同比+21.5%。**中国太保1H21实现归母净利润173.04亿元,同比+21.5%,主要因为去年低基数及投资业务表现亮眼。公司扣非后净利润同比+21.3%。集团营运利润稳步增长,同比+6.7%至142.93亿元,源于寿险剩余边际余额持续增加(YoY+1.9%),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。
- **新业务价值下降,人力量减质增。**1H21保费收入同比+2.1%。代理人渠道由于去年低基数和开门红产品“鑫享事诚”、二季度产品“两全其美”及“鑫从容”销售良好等因素,新单保费同比+18.5%至225.87亿元,其中长险首年期交保费同比+33.7%,占新单保费比重上升9.95ppts至87.27%。代理人渠道续期保费同比-2.5%,占比下降2.67ppts至82.25%,源于队伍留存下降及疫情因素导致个人寿险客户13个月、25个月的保单继续率下降5.2ppts、5.8ppts至81.7%、80.9%。公司继续加大清虚力度,坚持有质量的人力发展战略,通过强化基本法,建设高产能队伍,上半年月均总人力同比-16.3%至64.1万人,同比-12.4ppts,但每月人均FYP同比+41.5%至5918元。上半年新业务价值同比-8.9%至102.31亿元,主要受NBV margin拖累,NBVM同比下降11.6ppts至25.4%,源于公司产品结构调整,高价值长期健康险产品销售占比下降6.23ppts至45.23%。公司EV较2020年底增加3.3%,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。
- **非车险保持强劲增长,车险赔付率上升拖累综合成本率。**非车险业务拉动保费稳健增长,驱动产险保费增长。1H21年太保产险实现保险业务收入815.61亿元,同比6.4%,其中非车险收入同比+28.6%,占比同比提升7.8ppts至45.27%。非车险业务中,健康险、责任险和农业险增长强劲,保费增速分别为+70.1%、+38.7%、+17.5%。车险业务方面,受车险综改影响,车险收入同比-6.9%,但随着影响逐步消除,车险件均保费四季度有望回升。此外,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1.0ppts至99.3%。其中费用率同比-9.4ppts至29.2%,而赔付率上升10.4ppts至70.1%。受疫情后赔付率恢复正常影响,车险综合成本率同比+1.2ppts至97.9%,其中赔付率上升13.1ppts至72.7%,费用率下降11.9ppts至26.3%。非车险综合成本率上升0.2ppts至99.9%,主要因为健康险较高,农险和责任险均实现承保盈利。

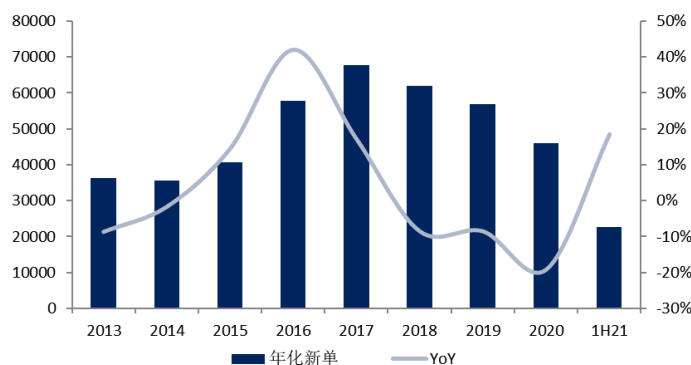


- **投资收益表现亮眼。**1H21 投资资产较 2020 年年底+6.3%至 1.75 万亿元，第三方管理资产同比+3.2%至 8134 亿元。1H21 净投资收益同比+8.3%，总投资收益同比+28.4%，主要由于权益投资资产分红收入同比+26.9%及证券买卖收益同比+85.7%。公司上半年净投资收益率 4.1%，同比-0.3pct，总投资收益率提升 0.2ppts 至 5.0%。投资组合中，权益类投资占比较上年末提升 0.4pct 至 19.2%，而股票+权益基金投资占比 9.9%，较去年提升-0.3pct。固收占比下降 0.6pct 至 77.7%，其中债券投资占比与去年末持平。面对利率下行，公司在上半年加大配置长久期国债和地方债，并延长资产久期。
- **大健康战略逐步落地，“太保家园”初步实现全国布局。**上半年，公司与红杉资本、瑞金医院联手打造的广慈太保互联网医院正式揭牌，并发布首款“太医管家”产品，以专病、康复医疗为突破口，推动保险与医疗资源的融合。同时，公司设立大健康基金，对创新药、医疗器械、医疗服务等多个领域展开投资。“太保家园”的颐养、乐养、康养全龄覆盖的产品体系已经基本完成了“东西南北中”的全国布局。随着公司健康生态搭建，及“太保家园”的持续落地，将有效反哺公司保险主业，为公司未来保费增长提供动力。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司加大队伍清虚力度以及居民对保险产品的需求持续低迷，公司全年新单保费增速和 NBV 或将持续承压。但公司寿险在蔡强领导下，加快战略转型，打造高质量队伍，人均 FYP 有望保持稳步增长，一定程度上抵消人力下滑压力。产险业务表现稳健，非车业务强劲增长。长期来看，公司在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。考虑到今年整体负债端的压力，我们下调了新单保费增速、续保增速及 NBV margin，预计 2021-2023 年 PEV 分别为 0.50x/0.43x/0.38x，目标价 35.28 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	444,683	493,769	554,346
增长率 YoY %	8.78%	9.52%	5.33%	11.04%	12.27%
归属母公司净利润(百万元)	27,741	24,584	30,653	37,862	41,530
增长率 YoY%	53.95%	-11.38%	24.69%	23.52%	9.69%
NBV margin%	43.33%	38.87%	28.00%	30.00%	32.00%
净资产收益率 ROE%	16.92%	12.51%	13.93%	15.56%	14.73%
EPS(摊薄)(元)	3.06	2.63	3.19	3.94	4.32
市盈率 P/E(倍)	12.58	14.63	8.22	6.65	6.06
市净率 P/B(倍)	1.96	1.72	1.12	0.96	0.83

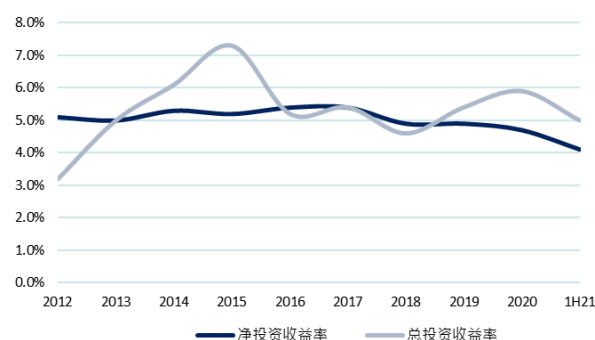
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年08月27日收盘价

图 1：首年新单（百万元）及增长



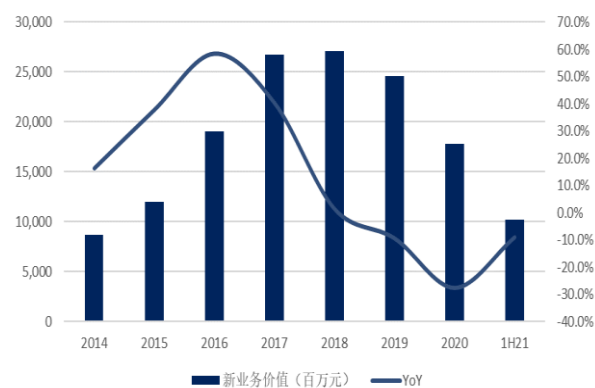
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 2：投资收益率 (%)



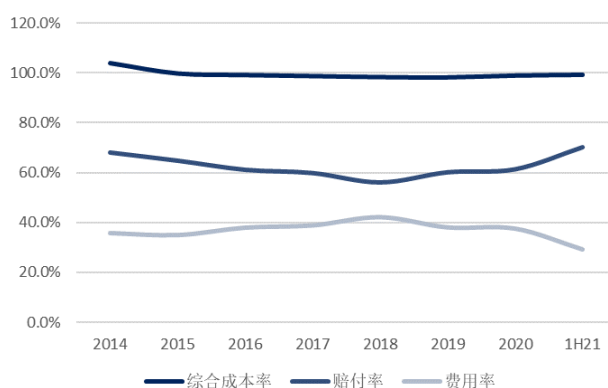
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 3：新业务价值（百万元）及增长

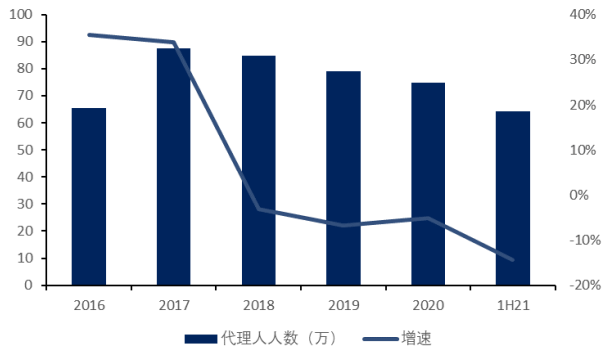


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

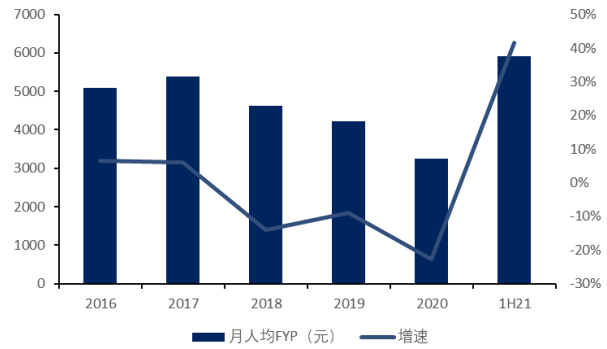
图 4：综合成本率 (%)



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	444,683	493,769	554,346
已赚保费	422,182	352,721	392,998	442,617
保费业务收入	362,064	385,182	430,634	486,927
投资净收益	87,413	89,603	98,236	108,996
其他业务收入	4,303	2,359	2,535	2,734
营业支出	-392,805	-408,859	-449,546	-505,822
退保金	-14,421	-14,417	-14,736	-16,273
赔款支出	-142,851	-167,985	-192,245	-222,062
提取保险责任准备金	-138,184	-123,625	-133,532	-143,682
营业税金及附加	-1,044	-928	-1,018	-1,151
手续费及佣金支出	-39,495	-44,030	-48,331	-54,618
业务及管理费用	-52,985	-53,546	-58,778	-66,423
其他业务支出	-12,975	-20,518	-22,523	-25,452
营业利润	29,377	35,824	44,222	48,524
其他	-139	0	0	0
利润总额	29,238	35,824	44,222	48,524
所得税	-3,886	-4,657	-5,749	-6,308
净利润	25,352	31,167	38,473	42,216
少数股东权益	768	514	612	686
归属母公司净利润	24,584	30,653	37,862	41,530
基本 EPS (rmb)	2.63	3.19	3.94	4.32

每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益 (元)	2.63	3.19	3.94	4.32
每股净资产 (元)	22.37	23.37	27.21	31.41
每股内含价值 (元)	47.75	52.35	60.44	69.21
每股新业务价值 (元)	1.85	1.60	1.92	2.26
内含价值	2020A	2021E	2022E	2023E
调整后净资产	257378	292104	348490	409886
有效业务价值	205451	215234	237033	260396
内含价值	459320	503657	581470	665830
一年新业务价值	17841	15423	18508	21716
寿险 ROEV (%)	15.2%	14.8%	15.3%	15.3%
收入/支出增长率 (%)	2020A	2021E	2022E	2023E
已赚保费收入增长	4.2%	6.4%	11.8%	13.1%
投资收益增长	27.6%	2.4%	9.6%	11.0%
营业收入增长	9.5%	5.3%	11.0%	12.3%
退保金增长	29.9%	0.0%	2.2%	10.4%
佣金及手续费增长	-15.7%	11.5%	9.8%	13.0%
当期成本率 (%)	2020A	2021E	2022E	2023E
佣金率	9.4%	12.5%	12.3%	12.3%

资产负债表	单位:百万 元			
	2020A	2021E	2022E	2023E
总资产	1735074	1771004	1932750	2143001
投资资产	1,206,176	1,251,196	1,365,468	1,514,008
非投资资产	528898	519808	567282	628993
总负债	1,527,258	1,550,169	1,702,046	1,874,431
准备金负债	1213248	1225176	1345212	1481456
保户储金及投资款	86,029	87,126	89,753	98,843
其他负债	25697	34180	37529	41330
所有者权益	207,816	220,835	230,703	268,570
股本	9620	9620	9620	9620
资本公积	79,783	79,788	79,783	79,788
盈余公积	4835	5114	8179	11965
一般风险准备	14,384	12,000	12,000	12,000
未分配利润	79321	81533	109121	143196
归母股东权益	202,750	215,224	224,842	261,746
少数股东权益	5066	5611	5862	6824

行政费用率	12.6%	15.2%	15.0%	15.0%
赔付率	33.8%	47.6%	48.9%	50.2%
退保率	3.4%	4.1%	3.7%	3.7%
准备金提转差	32.7%	35.0%	34.0%	32.5%

资产/负债增长率 (%)	2020A	2021E	2022E	2023E
总资产增长率	2.1%	9.1%	10.9%	10.6%
投资资产增长率	3.7%	9.1%	10.9%	10.6%
总负债增长率	1.5%	9.8%	10.1%	9.9%
寿险准备金增长率	1.0%	9.8%	10.1%	9.9%
股东权益增长	6.3%	4.5%	16.4%	15.5%

估值分析	2020A	2021E	2022E	2023E
PE	9.95	8.22	6.65	6.06
PB	1.17	1.12	0.96	0.83
PEV	0.55	0.50	0.43	0.38
隐含新业务倍数	-11.63	-16.33	-17.81	-19.06

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11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

温瑞鹏，硕士，毕业于复旦大学金融专业，曾工作于太平人寿保险有限公司，2021年5月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

孙思茹，硕士，同济大学经济学学士，香港大学经济学硕士，2021年4月加入信达证券研发中心，从事中小市值个股研究工作。

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
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@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。