

2021 年中报点评：新单规模逆增长，NBVM 下降拖累 NBV

2021 年 08 月 30 日

买入 (维持)

证券分析师 胡翔

执业证号: S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证号: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

事件:公司发布 2021 年中报,上半年归母净利润 173.04 亿元,同比+21.5%;归母净资产 2185.34 亿元,较去年末+1.5%;寿险新业务价值 102.31 亿元,同比-8.9%;NBVM 25.4%,同比-11.6 pct;产险综合成本率 99.3%,同比+1.0 pct;产险净利润 35.03 亿元,同比+10.3%,整体业绩符合市场预期。

投资要点

■ **寿险：长航行动成效初显，但打破行业瓶颈仍需时间。** 1) **渠道转型计划深入推进，人均产能提升：**一方面由于疫情反复影响代理人展业，导致人员流出增加，另一方面由于公司坚持有质量的人力发展策略，大幅清理低产能代理人，2021 年上半年公司代理人规模 64.1 万人，同比下降 16.3%。从产能角度来看，通过强化新基本法运用、配套产品策略、加强培训赋能等渠道改革的举措，公司代理人产能有所释放。上半年公司代理人月人均首年保险业务收入 5918 元，同比大幅增长 41.5%；月人均首年佣金收入 986 元，同比增长 15.1%。2) **全面推动“长航行动”落地，新单规模逆境增长：**2021 年上半年，公司实现个险新单保费收入 225.87 亿元，同比增长 18.5%；其中新单期缴保费 197.11 亿元，同比大幅提升 33.7%，新单规模在整体行业承压背景下仍呈现了较好的增长，我们认为主要系①长航行动指引下，公司准确把握业务推动节奏，配合司庆开展一系列业务推广活动并采取多产品策略弥补重疾险缺口；②公司深入推动高产能队伍建设所致。3) **新业务价值率下滑，拖累新业务价值：**因短期行业重疾险等保障型产品销售乏力，公司在 4-5 月推出了较多储蓄型产品弥补业绩缺口，从而导致 2021 年上半年公司新业务价值率同比下滑 11.6 pct 至 25.4%，拉低新业务价值至 102.31 亿元，同比减少 8.9 pct。

■ **产险：车险综合成本率略有上升，非车险高增助推产险保费上行。** 1) **车险方面：**受车险综改带来的件均保费下降的影响，2021 年上半年公司车险保费收入 446.42 亿元，同比下降 6.9%，占产险总保费收入的比重同比下滑 7.8 pct 至 54.7%。车险综合成本率 99.0%，同比上升 1.2 pct，其中赔付率同比上升 13.1 pct 至 72.7%，而费用率则凭借精细化、集约化管理同比下降 11.9 pct 至 26.3%。2) **非车险方面：**2021 年上半年，公司非车险业务继续保持了较好的增长态势，实现非车险总保费收入 369.19 亿元，同比增长 28.6%，业务占比进一步提升至 45.3%，部分对冲了车险保费收入减少的影响，带动公司产险总保费同比增长 6.4 pct 至 815.61 亿元。细分来看，非车险下的健康险/责任险/农业险快速发展，保费收入分别同比增长 70.1%、38.7%、17.5%。3) **承保利润方面：**2021 年上半年，公司实现产险净利润 35.03 亿元，同比增长 10.3%。

■ **坚持价值、长期、稳健投资理念，投资管理能力稳步提升。** 公司一方面在预期未来市场利率中枢下行的背景下，加强长期利率债产品配置，国债+地方政府债+政策性金融债占投资资产的比重较上年末增长 2.8 pct 至 20.3%；另一方面公司积极把握权益市场向上发展的机遇，加大权益资产配置，权益类资产占比较上年末上升 0.4 pct 至 19.2%，取得良好相对收益。2021 年上半年公司总/净投资收益率分别为 5.0%、4.1%，同比变动+0.2 pct、-0.3 pct，实现浮盈 209.83 亿元，同比增长 55.67 亿元。

■ **盈利预测与投资评级：**由于短期行业资负两端修复仍需时间，我们下调公司 2021-2023 年新业务价值预测 198.7/227.9/262.2 亿元至 170.6/185.3/210.4 亿元，对应 2021-2023 年 VNPS 从 2.07/2.37/2.72 元调整至 1.77/1.93/2.19 元。长远来看，公司将聚焦队伍升级、赛道布局、服务增值、数字赋能，坚定推进长航行动的落地，行业国际巨头再保险集团的引入与原友邦保险区域 CEO 蔡强先生的加盟也将为长航行动保驾护航，看好公司长期发展。当前市值（截至 2021 年 8 月 30 日）对应 2021-2023 年 A 股估值 PEV 0.48/0.41/0.36 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 转型难度超预期，新单大幅下滑；2) 长端利率下行超预期；3) 权益市场波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.05
一年最低/最高价	25.35/47.14
市净率(倍)	1.15
流通 A 股市值 (百万元)	178313.33

*备注汇率：估值数据按照 1 港元 = 0.8322 元人民币汇率计算

*备注货币单位：全文货币单位统一为人民币

*股价、总市值等数据截至 2021 年 8 月 30 日收盘

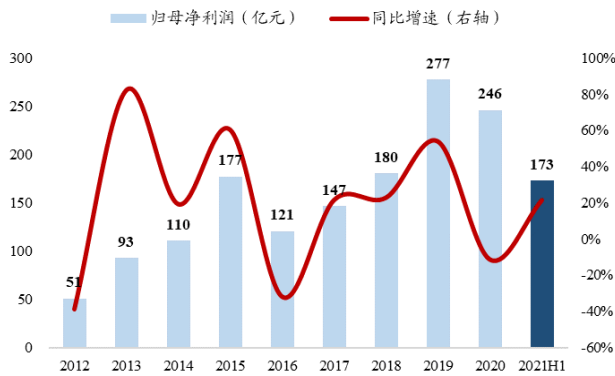
基础数据

每股净资产(元)	22.72
资产负债率(%)	88.20
总股本(百万股)	9620.34
流通 A 股(百万股)	6845.04

相关研究

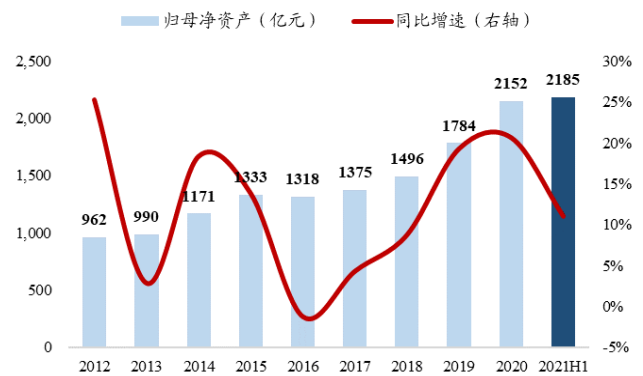
1、《中国太保 (601601)：2020 年报点评：短期 NBV 承压，“长航行动”守护长期价值》
2021-03-29

图 1: 2012-2021H1 公司归母净利润及同比增速



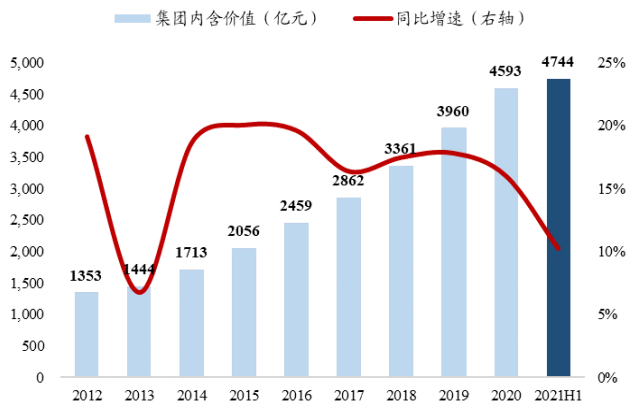
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 2: 2012-2021H1 公司归母净资产及同比增速



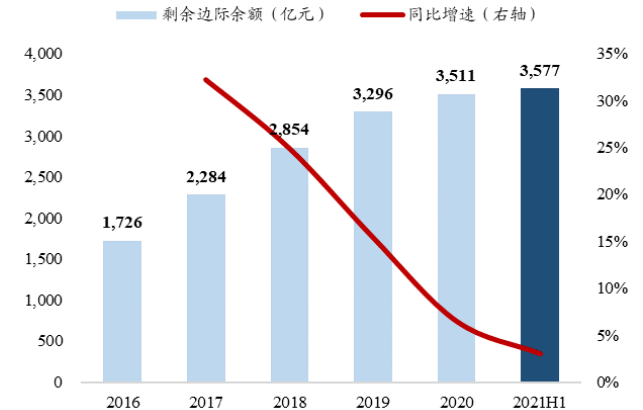
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 3: 2012-2021H1 公司内含价值及同比增速



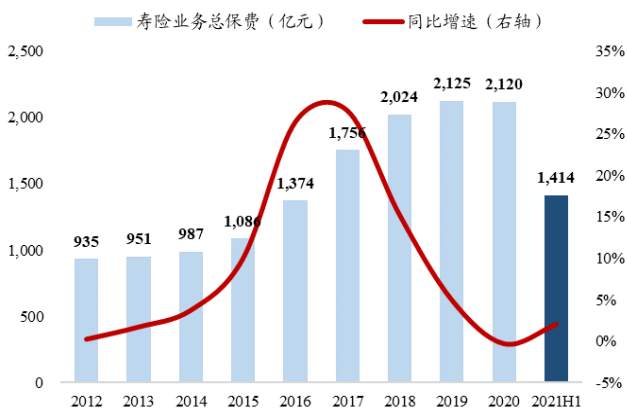
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 4: 2016-2021H1 公司剩余边际余额及同比增速



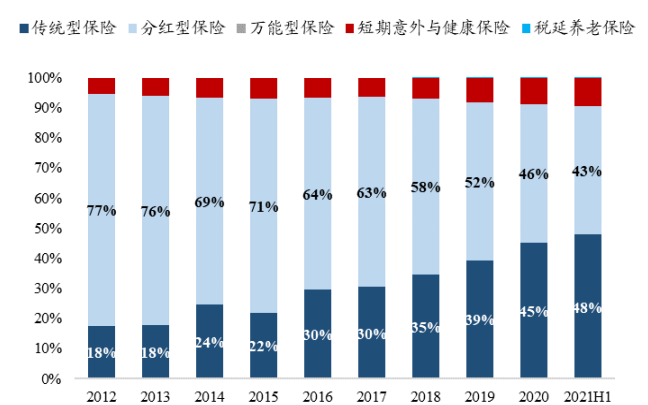
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 5: 2012-2021H1 公司寿险总保费及同比增速



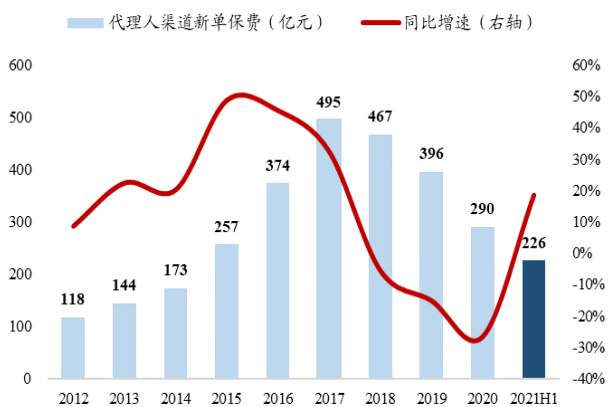
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 6: 2012-2021H1 公司寿险业务保费结构



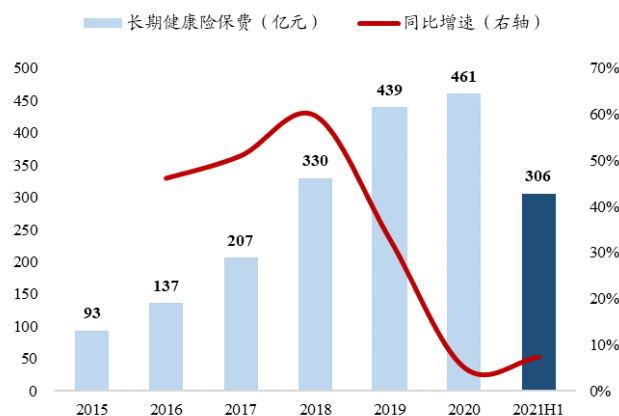
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 7: 2012-2021H1 公司个险新单保费及同比增速



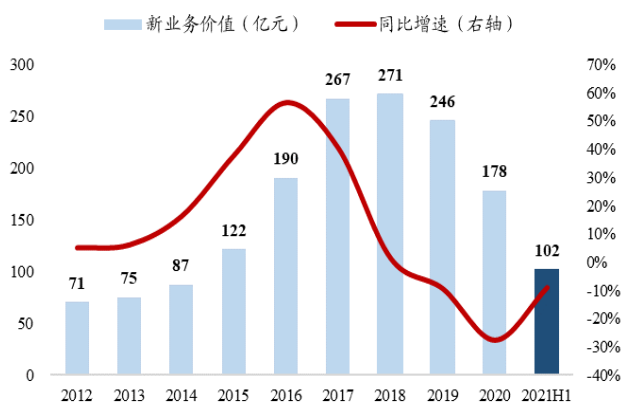
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 8: 2015-2021H1 公司长期健康险保费及同比增速



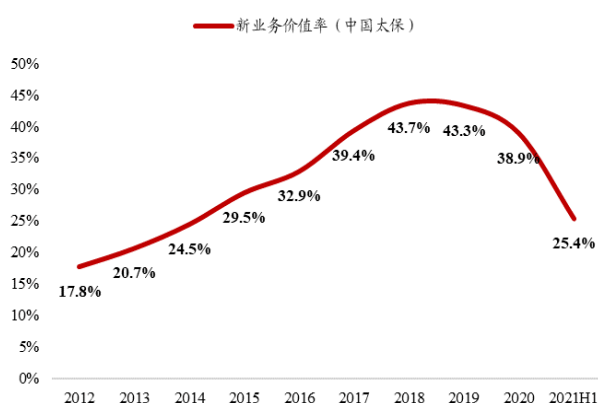
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 9: 2012-2021H1 公司新业务价值及同比增速



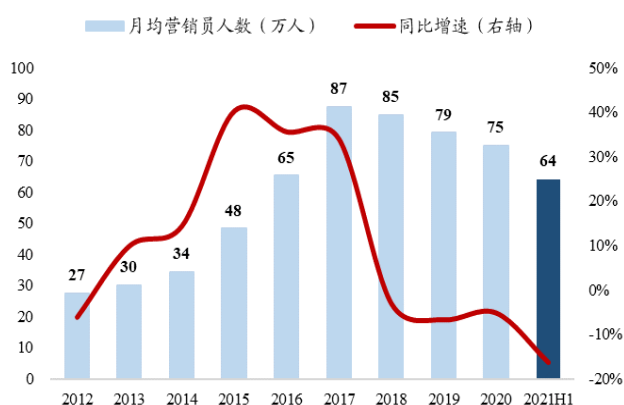
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 10: 2012-2021H1 公司新业务价值率



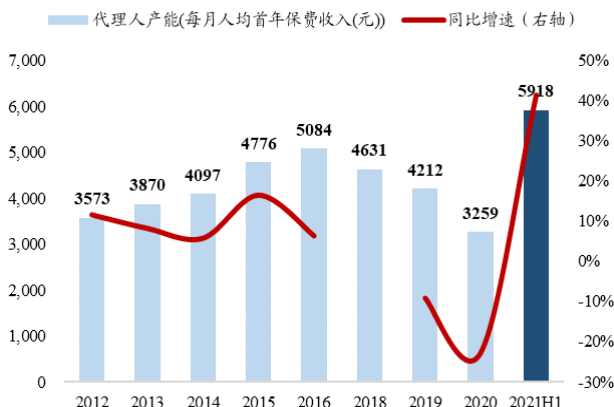
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 11: 2012-2021H1 公司代理人数量及增速



数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

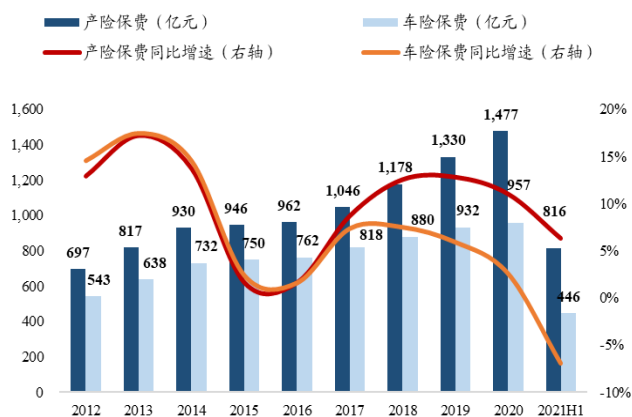
图 12: 2012-2021H1 公司代理人产能及同比增速



数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

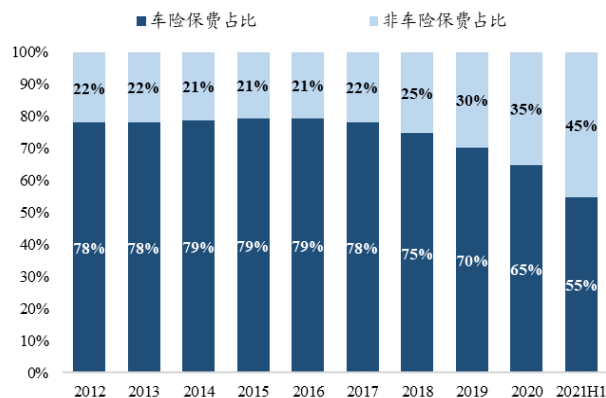
注: 公司未披露 2017 年相关数据

图 13: 2012-2021H1 公司产险保费及同比增速



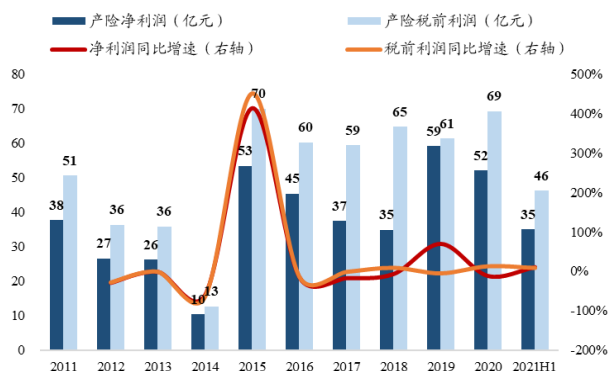
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 14: 2012-2021H1 公司车险/非车险保费占比



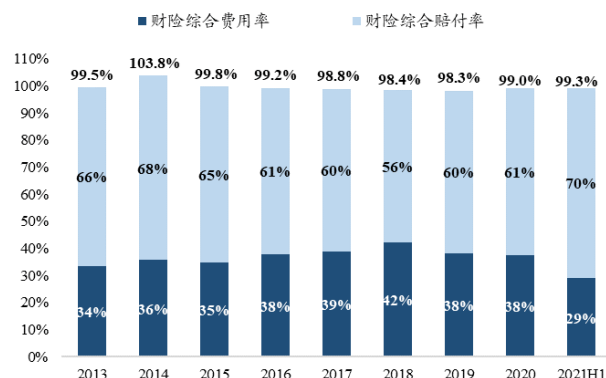
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 15: 2011-2021H1 公司产险税前/净利润及同比增速



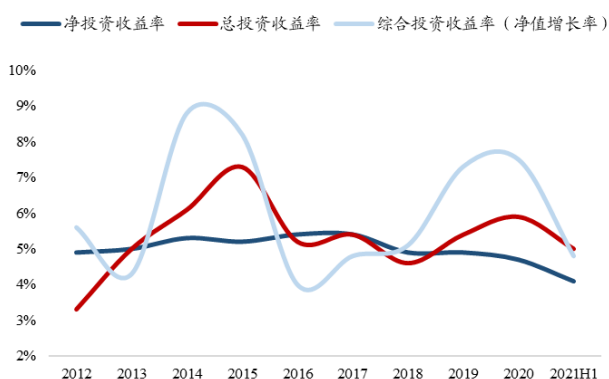
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 16: 2013-2021H1 公司产险综合成本率



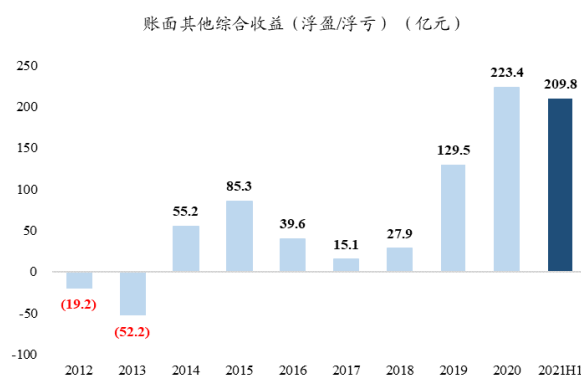
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 17: 2012-2021H1 公司净/总/综合投资收益率



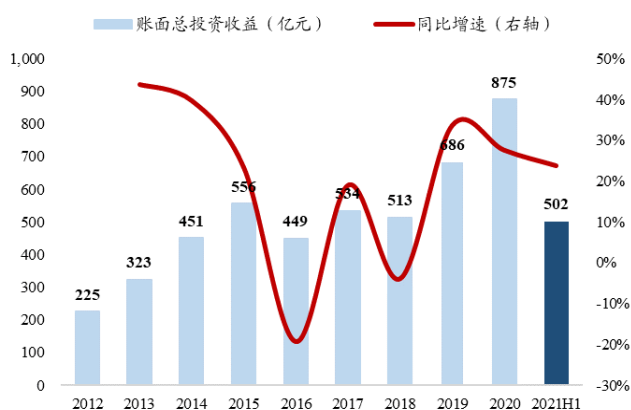
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 18: 2012-2021H1 公司资产负债表“其他综合收益”



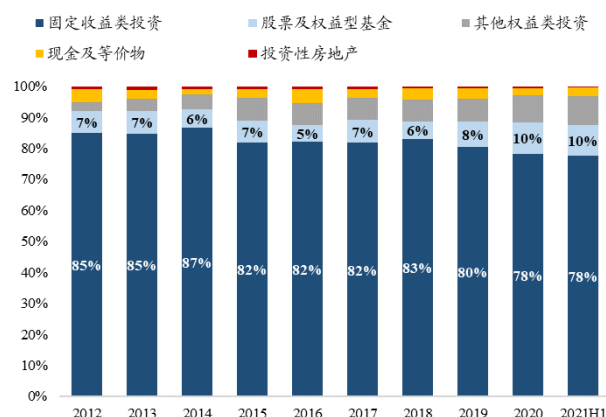
数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 19: 2012-2021H1 公司账面总投资收益及同比增速



数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

图 20: 2012-2021H1 公司投资资产配置结构



数据来源: 公司中报, 东吴证券研究所

表 1: 中国太保盈利预测及估值 (调整)

单位: 百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
寿险总保费收入	212,514	211,952	219,552	237,209	263,273
产险保费收入	132,979	147,734	160,068	176,278	200,973
归属母公司净利润	27,741	24,584	30,219	33,838	39,196
归属母公司净资产	178,427	215,224	234,794	254,562	277,904
新业务价值	24,597	17,841	17,062	18,531	21,044
内含价值	395,987	459,320	524,870	605,253	695,744
寿险总保费收入增速	5.0%	-0.3%	3.6%	8.0%	11.0%
产险保费收入增速	12.9%	11.1%	8.3%	10.1%	14.0%
归属母公司净利润增速	54.0%	-11.4%	22.9%	12.0%	15.8%
归属母公司净资产增速	19.3%	20.6%	9.1%	8.4%	9.2%
新业务价值增速	-9.3%	-27.5%	-4.4%	8.6%	13.6%
内含价值增速	17.8%	16.0%	14.3%	15.3%	15.0%
EPS (元/股)	2.88	2.56	3.14	3.52	4.07
BPS (元/股)	18.55	22.37	24.41	26.46	28.89
VNPS (元/股)	2.56	1.85	1.77	1.93	2.19
EVPS (元/股)	41.16	47.74	54.56	62.91	72.32
P/E (A)	9.03	10.19	8.29	7.41	6.39
P/B (A)	1.40	1.16	1.07	0.98	0.90
VNBX (A)	10.19	14.05	14.69	13.52	11.91
P/EV (A)	0.63	0.55	0.48	0.41	0.36

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 数据截至 2021 年 8 月 30 日收盘

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>