

中国太保 (601601.SH) 新单增速略低于预期, 代理人转型有望领先

2021年10月29日

——中国太保 2021 年 3 季报点评

投资评级: 买入 (维持)

高超 (分析师)

吕晨雨 (联系人)

gaochao1@kysec.cn

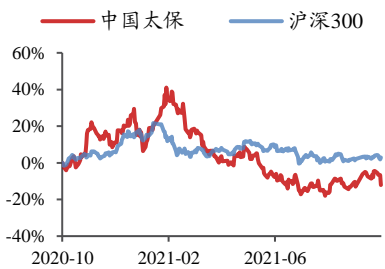
lvchenyu@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

证书编号: S0790120100011

日期	2021/10/29
当前股价(元)	27.40
一年最高最低(元)	47.14/25.35
总市值(亿元)	2,635.97
流通市值(亿元)	1,722.56
总股本(亿股)	96.20
流通股本(亿股)	62.87
近3个月换手率(%)	39.35

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《中国太保 2021 年半年报点评-新单高增, margin 拖累价值, 公司转型态度坚决》-2021.8.29

《中国太保 2021 年 1 季报点评-新单同比高增, 代理人转型有望加速》-2021.4.28

《中国太保 2020 年报点评-新业务价值略低于预期, 2021 或实现深蹲起跳》-2021.3.29

● 新单增速略低于预期, 代理人转型有望领先, 维持“买入”评级

公司披露 2021 年 3 季度报告, 2021 年前 3 季度实现归母净利润 227 亿元, 同比+15.5%; 2021 前 3 季度太保寿险新单保费 263 亿元, 同比+3.6%, 较 2021 年上半年同比有所放缓; 车险保费 665 亿元, 同比-8.0%, 非车险 525 亿元, 同比+21.4%, 均较 2021 上半年增速有所放缓; 寿险、财险保费收入均低于预期。2021 年前 3 季度年化总投资收益率 5.5%, 同比下降 0.2pct, 年化净投资收益率 4.3%, 同比下降 0.3pct。由于新单保费低于我们预期, 我们下调 2021-2023 年 NBV 预计同比至 -15.6%/+18.2%/+15.7% (调前 -5.4%/+20.0%/+19.0%), 对应 EV 同比为 +10.1%/+10.3%/+10.3%, 归母净利润下调至 324/402/444 亿元 (调前 326/407/453 亿元), 对应 EPS 为 3.4/4.3/4.7 元。公司为保险行业龙头, “长航计划”全面深化, 管理层持续推动寿险代理人队伍转型升级, 预计代理人转型领先同业, 估值有望修复, 当前股价对应 2021-2023 年 PEV 为 0.5/0.5/0.4 倍, 维持“买入”评级。

● 转型加速带来阵痛, 新单保费有所承压, 后续核心关注绩优人力

2021 前 3 季度太保寿险新单保费 263 亿元, 同比+3.6% (2021 上半年+18.5%), 2021 单 3 季度新单保费 37 亿元, 同比-41.2%, 期交新单 29 亿元, 同比-39.8%, 主要受行业供需错配以及公司主动加速转型带来阵痛影响, NBV 同比或受新单保费拖累降幅扩大。公司转型战略清晰, 路径明确, 举措对症, 新基本法及四大支持系统升级有望进一步加速队伍“三化”转型-职业化、专业化、数字化, 并将升级营销员工作环境以适应“三化”, 引导队伍进入良性循环。同时, 高产能、可持续、保险素质强的核心绩优人力将为关注重点, 人力规模指标或被淡化。

● 财险保费同比优于上市同业, 增速有所放缓, 车险综改对保费压制有望解除

2021 前 3 季度财险保费 1190 亿元、同比+3.0% (2021H1 +6.4%), 增速领先上市同业, 车险 665 亿元、同比-8.0% (2021H1 -6.9%), 非车险 525 亿元、同比+21.4% (2021H1 +28.6%), 非车险占比环比下降 1.2pct 至 44.1%。公司积极应对车险综改, 探索车险经营新模式; 非车险业务服务国家战略, 提升风险管理能力, 优化产品结构, 有望实现车与非车双轮驱动。车险综改对保费同比压制有望解除, 我们预计财险保费 2021-2023 年同比+4.6%/+11.8%/+13.6%, 市场地位持续提升。

● 风险提示: 长端利率超预期下行; 代理人队伍规模超预期下降。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
保费业务收入 (百万元)	347,517	362,064	366,297	389,540	422,060
YoY (%)	8.0	4.2	1.2	6.3	8.3
内含价值(百万元)	395,988	459,320	505,614	557,556	614,994
YoY (%)	17.8	16.0	10.1	10.3	10.3
新业务价值(百万元)	24,597	17,841	15,065	17,810	20,606
YoY (%)	-9.3	-27.5	-15.6	18.2	15.7
归母净利润 (百万元)	27,741	24,584	32,447	40,179	44,439
YOY (%)	54.0	-11.4	32.0	23.8	10.6
P/B (倍)	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
P/EV (倍)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
投资资产	1,419,263	1,648,007	1,813,283	1,997,860	2,195,163	营业收入	385,489	422,182	436,127	466,005	505,349
其他资产	109,070	122,997	136,484	150,377	165,227	已赚保费	313,246	331,639	335,575	355,546	383,784
资产总计	1,528,333	1,771,004	1,949,766	2,148,237	2,360,390	保费业务收入	347,517	362,064	366,297	389,540	422,060
未到期责任准备金	61,975	68,800	70,809	78,744	89,075	投资净收益	67,762	87,413	97,945	107,767	118,737
未决赔款准备金	42,504	47,386	48,730	54,417	61,556	公允价值变动收益	801	81	-	-	-
寿险责任准备金	891,195	1,010,194	1,105,819	1,210,987	1,318,810	其他业务收入	3,484	4,303	2,607	2,692	2,828
长期健康险责任准备金	72,347	98,796	125,977	137,662	149,642	营业支出	357,422	392,805	391,805	411,146	444,685
其他负债	276,992	324,993	359,993	399,241	442,327	退保金	11,104	14,421	16,347	17,894	19,596
负债合计	1,345,013	1,550,169	1,711,327	1,881,051	2,061,410	赔付支出	128,541	142,851	155,121	172,874	193,233
归属于母公司所有者	178,427	215,224	232,626	260,672	291,692	减：摊回赔付支出	-10,858	-12,532	-13,839	-15,443	-17,393
权益合计						提取保险责任准备金	122,776	138,184	125,961	120,373	123,801
少数股东权益	4,893	5,611	5,813	6,513	7,288	减：摊回保险责任准备金	-1,490	-1,021	-566	-538	-552
所有者权益合计	183,320	215,224	238,439	267,185	298,980	手续费及佣金支出	46,853	39,495	40,458	43,217	47,035
负债及股东权益总计	1,528,333	1,765,393	1,949,766	2,148,237	2,360,390	管理费用	45,439	52,985	50,264	54,768	60,774
						其他业务成本	7,965	5,320	18,059	18,001	18,191
						营业利润	28,067	29,377	44,322	54,858	60,665
						营业外收入	82	108	24	24	24
						营业外支出	183	247	127	127	127
						利润总额	27,966	29,238	44,219	54,755	60,562
						所得税	-388	3,886	11,055	13,689	15,140
						净利润	28,354	25,352	33,164	41,066	45,421
						减：少数股东权益	613	768	717	888	982
						归母净利润	27,741	24,584	32,447	40,179	44,439
						主要财务指标					
						成长能力 (%)					
						营业收入同比增长	8.78%	9.52%	3.30%	6.85%	8.44%
						已赚保费同比增长	4.51%	5.87%	1.19%	5.95%	7.94%
						保费收入同比增长	7.96%	4.19%	1.17%	6.35%	8.35%
						归母净利润同比增长	53.95%	-11.38%	31.98%	23.83%	10.60%
						归母净资产同比增长	19.29%	20.62%	8.09%	12.06%	11.90%
						获利能力 (%)					
						ROE	15.47%	11.78%	13.91%	15.37%	15.19%
						ROA	1.86%	1.43%	1.70%	1.91%	1.92%
						ROEV	7.16%	5.52%	6.56%	7.37%	7.39%
						价值数据 (百万元)					
						新业务价值	24,597	17,841	15,065	17,810	20,606
						内含价值	395,988	459,320	505,614	557,556	614,994
						每股指标 (元)					
						每股收益	3.06	2.63	3.45	4.27	4.72
						每股净资产	20.23	22.37	24.18	27.10	30.32
						每股内含价值	43.70	47.74	52.56	57.96	63.93
						估值比率					
						P/E	8.95	10.42	7.95	6.42	5.80
						P/B	1.35	1.22	1.13	1.01	0.90
						P/EV	0.63	0.57	0.52	0.47	0.43
						成长能力 (%)					

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn