预计公司明年业务复苏，期待估值修复

中国太保（601601.SH/02601.HK）2020 年三季报点评 | 2020.11.2

中信证券研究部

童成墩
非银分析师
S1010513110006

邵子钦
首席非银分析师
S1010513110004

田良
非银分析师
S1010513110005

薛姣
非银分析师
S1010518110002

陆昊
非银分析师
S1010519070001

核心观点

公司寿险明年 NBV 有望恢复两位数增长，产险作为龙头之一将长期受益于车险综合改革。当前 AH 股股价对应 2020 年 PEV 仅为 0.67/0.44 倍，处于历史低位，预计公司明年业绩复苏，期待估值修复，我们维持公司 AH 股“增持”评级。

- **疫情影响深刻且持续，三季度寿险新单保费恢复不及预期。**步入后疫情阶段，公司个险渠道仍面临客户消费意愿不足、代理人社交触达客户较难的现实。前三季度代理人渠道新单保费为 254 亿元人民币，同比下降 26.9%，其中期缴保费为 195 亿元，同比下降 34.2%。第三季度代理人渠道新单保费同比下降 25.1%，其中期缴保费同比下降 30.5%，跌幅较中期有所收窄，但恢复程度不及预期。我们认为，此轮疫情给保险公司带来了深刻且持续的影响，从线上看，传统保险公司线上布局成效有限，而互联网公司保险业务发展迅速；从线下看，保险代理人触达客户难度大幅度上升、部分社交无法恢复；保险公司线下代理人渠道壁垒正持续承压。

- **得益于公司对价值策略的坚持，公司仍然保持较好的盈利能力。**公司对折现率和发病率等准备金假设进行了调整，减少前三季度税前利润合计 96.92 亿元。受准备金增提影响，归母净利润同比下降 14.3%，如果剔除该因素，公司盈利实现较大幅度增长。公司在 2020 年保持了战略定力，坚持价值增长，2020 年中期公司新业务价值率为 37%，同比下降 2 个百分点，相比主要同业降幅较少。虽然公司今年 NBV 仍然面临较大的负增长压力，基于低基数和公司对价值增长的坚持，预计公司明年 NBV 大概率恢复两位数增长。公司未来三年 ROE 有望恢复到 13%~14%左右。

- **公司作为财险龙头之一将长期收益于车险综合改革。**公司三季度产险保费增长亮眼。前三季度产险保费收入达 1156 亿元人民币，同比增长 15%，其中车险保费收入 723 亿元，同比增长 7.2%，非车险保费收入 432 亿元，同比增长 30.9%；三季度单季公司产险保费收入同比增长 20.7%，其中车险同比增长 14%，非车险同比增长 33%，均大幅高于行业增速（行业三季度财险/车险/非车险增速分别为 10.2%/9.1%/12.2%）。从同业情况来看，车险综合改革后车均保费有 20%以上的降幅，且中小保险公司采用的价格战策略将其综合成本率拉升至 100%以上，因此预计公司四季度和明年车险保费面临较大的负增长压力。但长期来看价格战难以持续，随着竞争环境的好转，市场集中度有望进一步提升，公司作为财险行业龙头之一将受益。

- **风险因素：**寿险新单销售持续面临压力、股市大幅下跌风险、国债收益率 750 日移动平均面临持续下行压力、车险市场竞争进一步加剧。

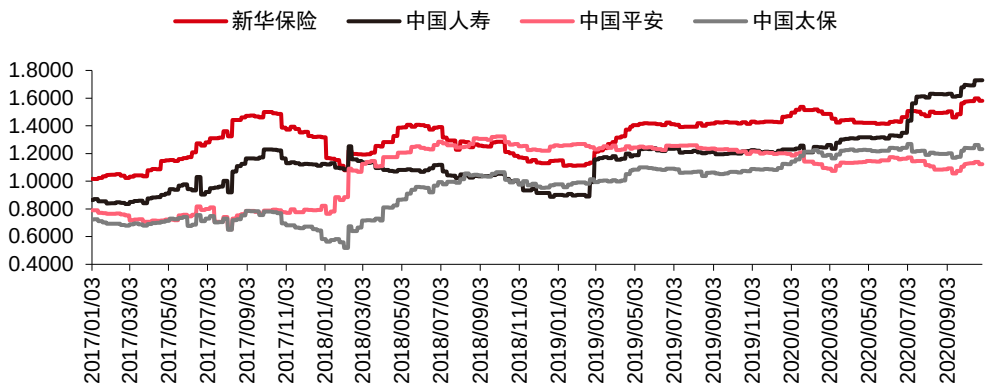
- **投资建议：开门红预售如期达成，预计公司明年业绩复苏。期待估值修复，维持公司 AH 股“增持”评级。**由于公司三季度寿险新单保费增长低于预期，我们下调公司 2020/21/22 年 EVPS 预测至 47.9/53.6/60.0 元人民币（前值为 48.3/54.1/60.5 元人民币）。公司 10 月份提早推动开门红策略，预售效果如期达成，有助于明年业务表现；低基数下我们预计明年新业务价值有望恢复两位数增长。公司当前 AH 股价对应 2020 年 PEV 为 0.67/0.44 倍，对应 2020 年 PB 为 1.48/0.97 倍，处于历史估值区间底部位置，预计公司明年业绩复苏，期待估值修复，维持公司 AH 股“增持”评级。

中国太保	601601
评级	增持（维持）
当前价	31.91 元
总股本	9620 百万股
A 股流通股本	6845 百万股
52 周最高/最低价	40.1/26.0 元
近 1 月绝对涨幅	+2.24%
近 12 月绝对涨幅	-3.67%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
A 股估值					
NBM	-1.76	-4.42	-8.44	-10.36	-12.08
P/EV	0.86	0.73	0.67	0.59	0.53
P/B	1.93	1.62	1.48	1.35	1.23
P/E	16.05	10.42	12.56	10.71	9.29
DPS/P	3.1%	3.8%	3.3%	3.8%	4.4%
H 股估值					
NBM	-5.49	-8.53	-14.22	-15.59	-16.79
P/EV	0.56	0.48	0.44	0.39	0.35
P/B	1.27	1.06	0.97	0.89	0.81
P/E	10.53	6.84	8.24	7.03	6.10
DPS/P	4.8%	5.7%	5.0%	5.8%	6.7%
每股数据（元）					
NBVPS	2.94	2.67	1.90	2.10	2.32
EVPS	37.09	43.70	47.93	53.63	59.97
BPS	16.51	19.69	21.61	23.62	25.91
EPS	1.99	3.06	2.54	2.98	3.44
DPS	1.00	1.20	1.04	1.22	1.40

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2020 年 10 月 30 日收盘价

图 1：主要上市保险公司 Beta（100 周）



资料来源：Wind，中信证券研究部

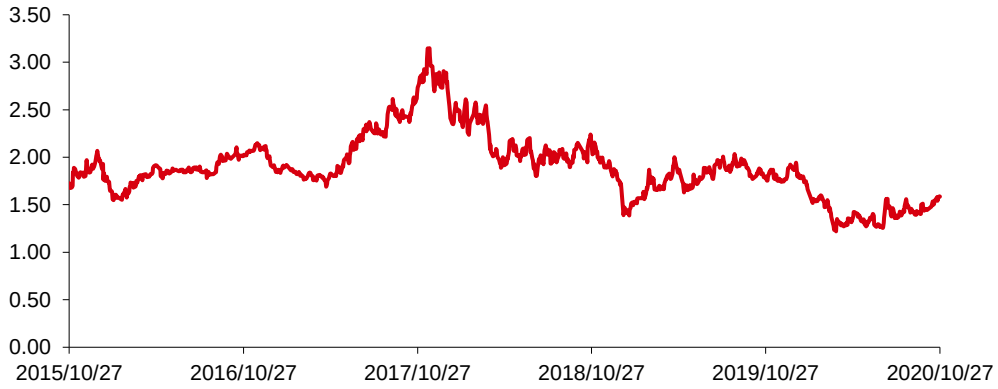
图 2：10 年期国债收益率 750 日移动平均

资料来源：Wind，中信证券研究部　注：2020 年 11 月及以后数据为中信证券研究部测算

图 3：中国太保 A 股 PEV

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 4：中国太保 A 股 PB



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

表 1：中国太保主要财务数据预测（百万）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EV					
寿险	258,428	305,521	340,988	383,564	431,168
非寿险	77,713	90,466	117,984	130,042	143,134
集团	336,141	395,987	458,972	513,606	574,302
NBV	26,656	24,176	18,173	20,074	22,254
NBV Margin	43.66%	43.33%	43.33%	43.33%	43.33%
资产负债表					
总资产	1,335,959	1,528,333	1,737,752	1,956,529	2,189,303
投资资产	1,233,222	1,419,263	1,613,737	1,816,900	2,033,063
总负债	1,181,911	1,345,013	1,525,111	1,724,134	1,934,353
净资产					
寿险	42,044	66,856	66,490	72,593	80,292
产险	36,755	41,269	44,639	48,137	51,827
集团	154,048	183,320	212,642	232,394	254,950
归母净资产					
寿险	40,868	65,409	65,050	71,022	78,554
产险	36,221	40,670	43,991	47,438	51,074
集团	149,576	178,427	206,966	226,191	248,145
利润表					
寿险保费收入	202,414	212,514	213,906	218,078	225,113
产险保费收入	117,808	132,979	145,839	156,639	173,438
总投资收益	51,073	66,978	75,077	81,469	89,438
净利润	18,434	28,354	24,874	29,175	33,624
寿险	14,198	21,132	17,873	21,594	25,373
产险	3,653	6,006	5,542	5,830	6,150
归母净利润	18,019	27,741	24,337	28,544	32,897
股东权益					
股本	9,062	9,062	9,576	9,576	9,576
股息分配	-7,474	-9,062	-10,874	-9,950	-11,670
ROAE	12.6%	16.9%	12.6%	13.2%	13.9%
ROAA	1.5%	2.0%	1.5%	1.6%	1.6%
财务杠杆	8.67	8.34	8.17	8.42	8.59

资料来源：公司年报，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA （UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA （UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA （UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd (“CAPL”) (商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159) 受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。