

中国太保(601601.SH/02601.HK)

老牌险企的突围之道

核心观点:

- **中期突围之一：产品+服务。**产品同质化的突围之道在于“丰富产品体系和提升产品附加服务”。太保打造“保险+健康+养老”闭环，通过健康和养老服务解决“看病难、养老难”，再结合保险产品解决“看病贵、养老贵”。我国医疗资源缺乏且不均衡，千人病床数/千人医生数分别仅4.2个/1.79个，公司2019年推出“太保蓝本”，包括重疾绿通服务、医疗特权服务，已覆盖1100万客户。去年8月董事会通过《2020-2025年的大健康发展规划》，建立专业健康险公司、互联网医疗平台、健康产业投资基金，为客户提供更好的医疗资源。人口老龄化、出生率的雪崩，养老问题逐渐显现，公司推出“太保家园”为主的养老服务。
- **中期突围之二：产品+队伍。**人口红利下降的突围之道在于“建立专业的队伍，搭配专业的产品及服务”。公司转型2.0首要任务便是“升级队伍”，致力于打造三支关键队伍。公司升级代理人主要的途径是：加强培训，提升辅助获客手段；调整代理人基本法，新版基本法于1月份上线，主要从激发组织发展动能+推动个人绩优成长两个方向升级。
- **中期突围之三：优化管理层，保持长期战略定力。**第一步GDR成功引入国际再保险巨头“瑞士再保险”，有利于公司学习国际保险最新的理念和瑞士再保险丰富的风险保障经验，进一步为公司长期的寿险战略保驾护航；第二步长青计划绑定管理层，“长青计划”的激励机制与寿险的NBV、产险的综合成本率及相对同业的市值增速等核心指标。
- **投资建议：**短期公司理顺业务，叠加低基数，今年价值有望重回两位数增长。20-22年预计EPS为2.6/2.9/4.3元，我们认为给予公司21年A股1倍PEV（港股0.8X），对应合理价值55.66元/股（53.34港币/股），给予公司A/H“买入”评级。（港币/人民币汇率=0.83）
- **风险提示：**疫情反复导致新单增速不达预期；长端利率下行。

盈利预测:

CNY	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
内含价值（百万元）	336,141	395,988	458,274	535,436	620,821
增长率（%）	17.46%	17.80%	15.73%	16.84%	15.95%
新业务价值（百万元）	28,255	28,067	30,563	33,516	49,517
归母净利润（百万元）	18,019	27,741	25,417	27,873	41,180
增长率（%）	22.90%	53.95%	-8.38%	9.66%	47.74%
EPS（元/股）	1.99	3.06	2.64	2.90	4.28
PEV	1.11	0.94	0.86	0.74	0.64
ROE	12.05%	15.55%	12.69%	13.14%	15.70%

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

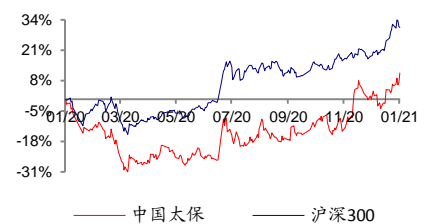
识别风险，发现价值

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	41.08元/37.15港元
合理价值	55.66元/53.34港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2021-01-18

基本数据

股票代码	601601.SH	02601.HK
总股本（百万股）	9620.34	9620.34
流通股本（百万股）	6845.04	2775.30
总市值（百万）	395,204元	357,396港元
一年内最高/低价	41.08-26.37元	37.15-18.16港元
30日日均成交量（百万股）	52.26	15.71
30日日均成交额（百万）	1,982元	514港元
近3个月涨跌幅（%）	21.50	45.69

相对市场表现



分析师:

刘淇



SAC 执证号: S0260520060001



liuqi@gf.com.cn

分析师:

陈福



SAC 执证号: S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

请注意，刘淇并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

中国太保 2020-08-24
(601601.SH/02601.HK):EV
与净利润超预期，最差时间点已经过去

目录索引

一、传统险企近年来面临的问题.....	4
(一) 产品同质化+互联网的冲击, 简单销售模式一去不复返.....	4
(二) 队伍亟待转型, 拉人头模式一去不复返.....	5
二、太保中期突围之路: 产品+服务+队伍, 提升产品附加值及队伍专业销售能力.....	6
(一) 突围之一: 保险+服务.....	7
(二) 突围之二: 产品+队伍.....	10
(三) 突围之三: 优化管理层, 保持中长期战略定力.....	12
三、短期看点: 行业景气度上行, 太保调整战略再出发.....	13
(一) 行业有望开启景气度上行的大幕.....	13
(二) 公司调整战略, 2021年有望重回两位数增长.....	14
四、投资建议.....	15
五、风险提示.....	16

图表索引

图 1: 2019 年健康险保费规模结构	4
图 2: 截至目前, 健康险在售产品数量	4
图 3: 保险行业代理人规模及同比增速	5
图 4: 保险行业占城镇人口密度已处于相对较高的水平	5
图 5: 保险代理人学历分布	6
图 6: 保险代理人收入分布 (元/月)	6
图 7: 中国太保转型 2.0	6
图 8: 我国老龄化趋势加速	9
图 9: 我国出生率大幅下滑	9
图 10: “太保家园”养老社区全国布局	9
图 11: 中国太保致力于队伍升级, 打造三支关键队伍	10
图 12: 中国太保健康代理人占比	11
图 13: 中国太保绩优代理人占比	11
图 14: 上市险企 2020 年年化总投资收益率	14
图 15: 中国太保代理人增速与个险新单增速趋势	15
图 16: 人身险行业原保费增速与代理人增速趋势	15
表 1: 截至目前, 在售的健康险产品数量 (个)	4
表 2: 上市保险公司代理人产能历史情况	6
表 3: 2019 年世界医疗资源排名	7
表 4: “太保蓝本” 2021 年版本服务内容及门槛	8
表 5: 太保家园全龄化享老生态圈	9
表 6: 太保寿险手续费及佣金支出增速及 NBV 增速对比	11
表 7: 友邦保险核心高管薪酬体系	13
表 8: 中国太保 2019、2020 年一季度新单保费规模及同比增速	14
表 9: 可比公司估值表	16

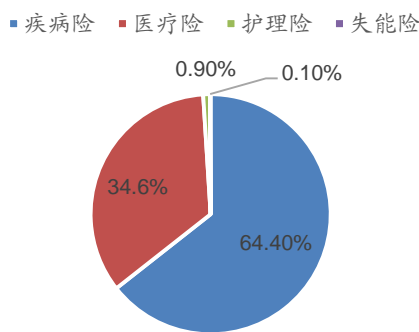
一、传统险企近年来面临的问题

近年来，随着宏观经济环境、消费者需求、人口红利的变化、产品同质化严重等，寿险行业传统模式的发展面临较大的挑战。寿险行业自2017年10月份134号文颁布以来行业保费增速逐步进入下行周期，同时太保开始转型2.0，公司基本面也自2018年开始呈现出增速乏力的现象。

（一）产品同质化+互联网的冲击，简单销售模式一去不复返

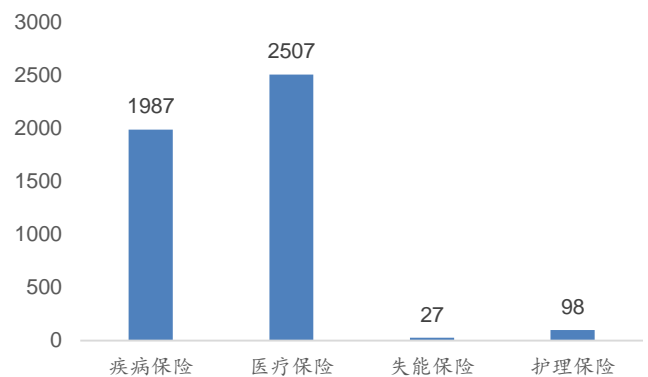
随着行业回归保障，当前保险产品形态单一，同质化严重，无论是健康险还是年金险，各家主打产品的形态、功能均基本上保持一致。健康险虽然包含疾病险、医疗险、护理险、失能险、医疗意外保险等五大种类，但以重疾险为代表的疾病险和百万医疗险为代表的医疗险占据绝对主导地位，2019年二者合计占比高达99%（数据来源银保监会），而护理险、失能险在夹缝中求生，分别占比0.9%、0.1%（数据来源银保监会）。截至目前在售的健康险产品中，疾病保险产品高达1987款，其中重大疾病保险有1439款，其他疾病保险包括特定疾病保险、女性疾病保险、老年疾病保险等仅合计395款；医疗保险合计2507款，其中费用补偿型高达2009款，主要是百万医疗险；而失能保险和护理保险的产品数分别仅27、98个。

图1：2019年健康险保费规模结构



数据来源：银保监会，广发证券发展研究中心

图2：截至目前，健康险在售产品数量（个）



数据来源：保险业协会，广发证券发展研究中心

表1：截至目前，在售的健康险产品数量（个）

健康保险	疾病保险	1987	重大疾病保险	1439
			防癌险	153
			其他	395
	医疗保险	2507	费用补偿型	2009
			定额给付型	498
	失能保险	27	-	-
护理保险	98	-	-	

数据来源：保险业协会，广发证券发展研究中心

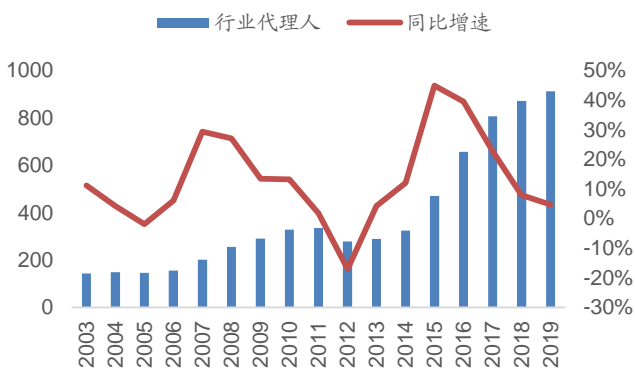
随着互联网保险的崛起，比价平台的兴起，产品信息不对称的红利正逐步消退。一方面，随着互联网巨头开始抢滩保险行业，频频推出爆款保险产品，价格相对便宜，

新一代的消费群体习惯于网上购物，部分网民或多或少接触过保险产品，具备一定的保险知识；另一方面，随着保险比价平台的兴起，如“BB保”、“保险师APP”等，居民对各家的主力保险产品及其复杂的产品条款有一定的认知，因此保险公司和投保人之间的信息不对称正在逐步的消退，预计未来随着保险的渗透率逐步提升后，这一趋势仍将继续。

（二）队伍亟待转型，拉人头模式一去不复返

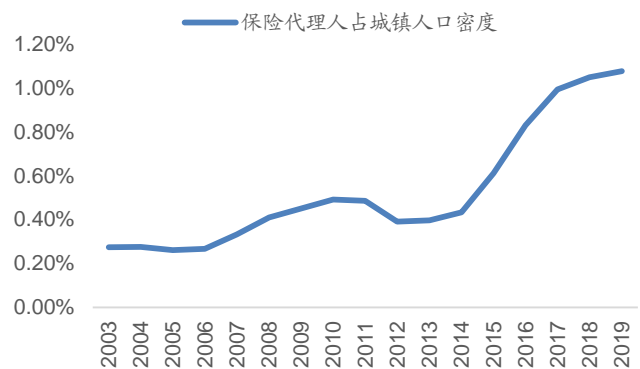
从行业代理人规模来看，据银保监会数据来看，截至2019年底行业保险代理人高达912万人，较2019年增长4.71%，2015年放开代理人资格考试后代理人增速迅速膨胀，自2018年开始增速逐步下滑至个位数，况且保险代理人占城镇人口比重高达1.07%（2019年），密度已处于相对较高的水平，相比较成熟的保险市场日本、香港保险代理人密度分别为1.07%（2018年）、1.5%（2019年），若考虑过去我国保险代理人的高脱落率，从事过保险代理职业的居民占比已经相对较高。因此无论是看自身行业代理人增速放缓，还是代理人密度横向对比来看，行业依靠简单粗暴的“拉人头”模式一去不复返，人口红利逐渐消退。

图3：保险行业代理人规模及同比增速



数据来源：保险业年鉴，广发证券发展研究中心

图4：保险行业占城镇人口密度已处于相对较高的水平

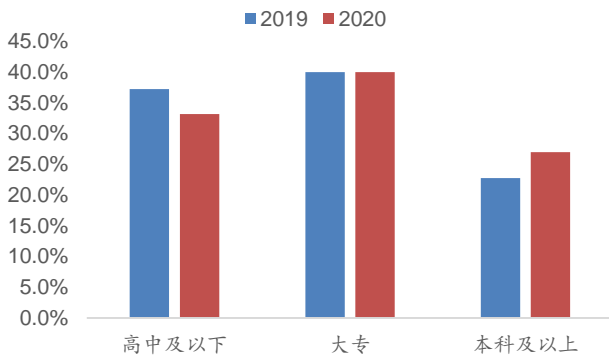


数据来源：保险业年鉴，广发证券发展研究中心

从行业代理人素质来看，代理人学历仍以大专为主，收入水平以3000-6000元/月为主。从《中国保险中介市场白皮书》2020年的统计数据发现，当前代理人主要仍以大专学历为主，占比40%，本科及以上学历由2019年的22.8%提升至2020年的27%，从业绩来看，31.34%的代理人月收入在3000-6000左右，而10000元以上月收入的代理人占比为31.04%。从数据来看，我国保险代理人的学历相对偏低，且收入仍处在较低的水平。从上市公司的角度来看，代理人产能并未有较大的提升，2010-2019年国寿、平安、太保、新华代理人人均产能复合增速分别为5%、0%、5%、-1%，通过新单保费=代理人数量*代理人产能的公式来分析，过去新单的增长主要依赖于代理人数量的增长。

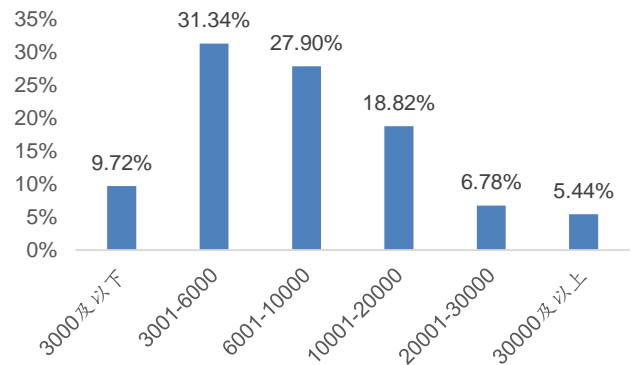
代理人数量占城镇人口的比重已经处于相对较高的水平，同时代理人的素质依旧偏低，而居民的保险知识提升、互联网渠道的一定冲击、中高端客户的需求崛起等综合因素的变化，代理人的专业能力亟需提升。

图5: 保险代理人学历分布



数据来源:《中国保险中介市场白皮书》, 广发证券发展研究中心

图6: 保险代理人收入分布(元/月)



数据来源:《中国保险中介市场白皮书》, 广发证券发展研究中心

表2: 上市保险公司代理人产能历史情况

人均产能(元/月)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
中国人寿	3,526	3,971	4,567	4,631	4,810	5,258	5,545	5,428	5,046	5,458
中国平安	7922	7,527	5,795	5,894	6,244	7,236	7,821	8,373	7,771	8,038
中国太保	2,663	3,090	3,320	4,190	4,186	4,817	4,772	4,718	4,595	4,177
新华保险	4,080	3,822	4,213	3,484	3,774	5,136	6,798	6,201	3,969	3,739

数据来源: 保险公司年度报告, 广发证券发展研究中心

二、太保中期突围之路: 产品+服务+队伍, 提升产品附加值及队伍专业销售能力

当前传统寿险所遭遇的挑战, 寿险进入高质量发展为主线的新周期成为行业共识, 中国太保自2019年开始“转型2.0”的推进, 聚焦价值、聚焦队伍、聚焦赋能, 通过提升队伍升级、服务增值、科技赋能, 打造新周期发展新动能, 是中国太保在行业新周期的突围之道。

图7: 中国太保转型2.0



数据来源: 公司 2019 年资本市场开放日资料, 广发证券发展研究中心

（一）突围之一：保险+服务

健康险的产品同质化容易导致行业进行价格竞争，同时难以满足居民的多样化需求，并且产品的吸引力较低，导致行业健康险的竞争日益白热化。我们认为在同质化的背景下传统保险公司的突围之道在于：一方面丰富产品体系，满足居民的多样化需求；另一方面，提升产品附加服务，通过差异化的服务增强产品的竞争力和吸引力，而非仅仅通过价格竞争。

而转型2.0下的中国太保在健康险竞争日益白热化，中小险企价格竞争的背景下率先正在逐步探索差异化服务的道路，通过打造“保险+健康+养老”生态闭环，以“太保蓝本”、“太保家园”等主力服务体系，为客户提供覆盖全生命周期的健康及养老的综合服务。当前我国养老难（人口老龄化、抚养比提升、上有老下有小的困境）、看病难等是居民生活中面临的痛点，结合给付型保险产品和报销型产品解决金钱上的困难，更有望获得客户对公司保险产品的青睐。健康+养老生态深度协同保险主业，促进保险主业的竞争力，我们认为有望在当前产品同质化的传统寿险困境中突围。如友邦保险在中高端客户市场，通过差异化的产品及服务，获得超越同业的价值率水平及客户的满意度。

1. 保险+健康服务

“看病难”仍是我国居民生活的痛点，“看病难”问题反映的是我国医疗资源攻击与居民医疗需求之间的矛盾，我国在人均病床数、人均医生数等多项医疗资源指标上和发达地区存在非常明显的差距，同时优质的医疗资源也主要集中在大中城市，医疗资源的分布也是非常不平衡。截至2019年，我国千人病床数仅6.3个，千人医生数仅1.68位（数据来源：国家统计局），分别排名世界第50位和第90位，与我国经济体量的地位完全不相符。

表3：2019年世界医疗资源排名

国家	千人病床数排名	千人医生排名	国家	千人病床数排名	千人医生排名
日本	2	62	澳大利亚	58	25
韩国	4	68	以色列	71	35
德国	8	14	美国	76	56
俄罗斯	10	18	英国	82	49
法国	20	34	加拿大	89	55
中国	50	90	印度	163	132

数据来源：world bank，广发证券发展研究中心

因医疗资源的缺乏及不均衡问题，尤其是优质医疗资源更是非常稀缺，我国人口老龄化等问题，居民对于医疗资源的需求非常高，因此优质医疗资源的服务将有望极大的提振保险产品的竞争力，产品+健康服务的模式将是突围保险产品同质化的重要手段。

中国太保自2019年开始推出“太保蓝本”专属健康增值服务，“太保蓝本”包括多项重疾绿通服务和多项医疗特权服务等服务，目前已在全国400座重点城市、2800家公立医院搭建起“太保蓝本”医疗服务通道，其中三甲医院占比近50%。2020年

中国太保对“太保蓝本”进行全面升级，客户还可以解锁“健康咨询、药神礼包、齿科预约和专业陪诊”四项全新福利。“太保蓝本”的服务与客户的保额或者件均保费挂钩，保额或者件均保费越高的客户可以解锁的服务越多，从客户的就医痛点及难点出发，增强了公司保险产品的吸引力，据公司官网数据来看，截至2020年8月份“太保蓝本”已覆盖全国1100多万客户，为超过200万客户提供了优质的医疗服务。

表4：“太保蓝本”2021年版本服务内容及门槛

	专业版		尊享版	
	3500元/P	10000元/P	30000元/P	60000元/P
小病不出 门	健康咨询	不限次/年	不限次/年	
	视频医生专业版	不限次仅首年	不限次仅首年	
	三甲专家预约	1次/年	不限次/年	
	三甲专家病房	1次/年	不限次/年	
大病选三 甲	三甲专家手术	1次/年	不限次/年	
	陪诊服务	1次/年	不限次/年	
	二次诊疗	1次/年	不限次/年	
	多学科会诊	1次/年	不限次/年	
	海外就医协助	1次/年	不限次/年	
	120急救补贴	1次/年	不限次/年	
服务期限	保单交费期	保单交费期	被保险人：保单交费期 直系亲属：3年	被保险人：保单交费期 直系亲属：3年
服务对象	仅被保险人	仅被保险人	被保险人+指定3名直系亲属（直系亲属所有服务1次/年）	被保险人+指定5名直系亲属（直系亲属所有服务不限次）

数据来源：“太保蓝本”服务手册，广发证券发展研究中心

展望未来，中国太保在大健康领域将发挥更大的作用，2020年8月份中国太保董事会通过《2020-2025年的大健康发展规划》，着力打造国内领先的健康保障综合服务提供商。未来5年中国太保将积极构建三个平台：一是包括改造专业健康险公司，引入新的基因，实现专业化经营能力的新突破；二是建立互联网医疗平台，与客户高频服务的医疗领域打造自建平台，打通“医、药、险”，形成线上线下健康管理服务能力；三是建立健康产业投资基金。2020年9月27日，太保与瑞金医院在上海签署合作协议，正式启动互联网医院的建设，正式标志着中国太保《2020-2025年大健康战略》拉开序幕。

2. 保险+养老服务

随着人口老龄化，出生率的雪崩，养老问题逐渐成为老百姓需要正视的难点。截至2019年，我国60岁以上人口高达2.54亿，占总人口比重18.1%，连年增长，老年人口抚养比逐年提升至17.8%，表明5.6个劳动人口负担一个老年人。同时考虑到出生率的雪崩，少子化也是当前我国人口结构的变化。人口结构的变化叠加社会的发展，生活节奏的加快及工作的负担加重也让上有老下有下的赡养老者负担过重，同时空巢

老人问题逐渐显露出来，老年人的日常陪伴、专业的医疗和护理等需求逐步释放。

图8: 我国老龄化趋势加速

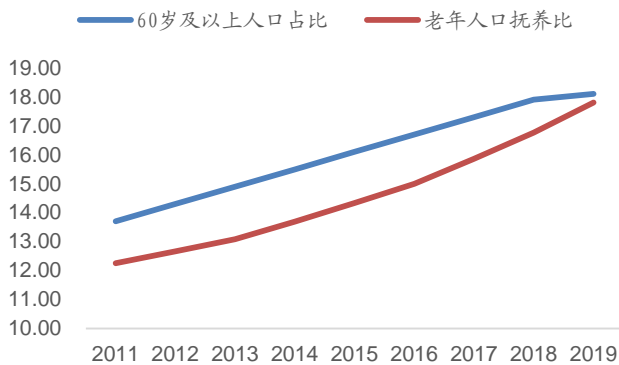
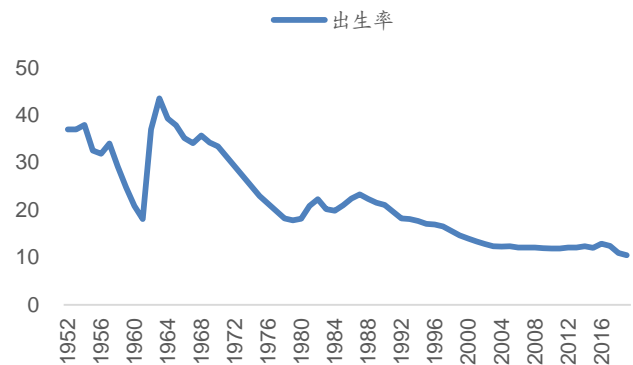


图9: 我国出生率大幅下滑



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

针对当前养老的需求，中国太保推出以“太保家园”为主的养老服务，致力于打造中国一流的养老运营服务品牌，细分养老市场，设计颐养、乐养、康养三大产品线。截至目前，“太保家园”已经落地7个社区，包括成都、大理、杭州、南京、上海、厦门，未来即将落地的项目包括武汉国际颐养社区、郑州、广州、青岛、三亚等。不光是养老社区项目的落地，太保还携手欧葆庭，借鉴其在高品质老龄照护领域内的专业经验和技能，打造一流的养老运营服务品牌。截至2020中报，“太保家园”入住资格函累计发放量已经突破万份，养老示范体验中心至今累计接待1.9万人次。

表5: 太保家园全龄化享老生态圈

类型	代表社区	作用
乐养社区	大理国际乐养社区	面向低龄者，以候鸟式旅居业态为主
颐养社区	成都国际颐养社区	低龄长者可在颐养中心短期居住，为“优雅老去”做好准备；中龄自理者可在颐养中心居住，享受养老照护服务
康养社区	上海普陀国际康养社区	高龄适能长者可在康养社区接受医养的专业照护服务，并方便亲属探视

数据来源: 太保养老投资公司官网, 广发证券发展研究中心

图10: “太保家园”养老社区全国布局



数据来源: 太保养老投资公司官网, 广发证券发展研究中心

（二）突围之二：产品+队伍

据银保监会数据，当前我国保险行业代理人超过900万人，占城镇人口密度已经高于1%，且考虑到过去行业代理人大进大出的模式，做过代理人的人口远不止900万人，因此未来行业代理人规模的增速将会维持相对稳定的水平，甚至下行。面对人力放缓、消费者客群上移的背景，我们认为突围之道在于建立专业的队伍，通过专业的培训和基本管理办法推动代理人将保险代理作为长期职业，用专业的风险规划能力，搭配公司的产品及服务，更好的为居民传播保险意识及产品服务。

1.升级队伍，打造三支核心队伍

中国太保在转型2.0中首要任务便是“队伍升级”，致力于打造核心人力、顶尖绩优和新生代三支关键队伍，目标核心人力占比由2019年的25%提升至2022年的40%、顶尖绩优代理人由2019年的600人扩大至2022年的2000人，新生代人力占比由2019年的15%提升至2022年的30%（数据来源公司2019年投资者开放日资料）。

图11：中国太保致力于队伍升级，打造三支关键队伍



数据来源：2019年资本市场开放日材料，广发证券发展研究中心

中国太保升级代理人主要的途径是：（1）加强培训，提升辅助获客手段。通过O2O培训（线上培训+线下培训）、智能化销售支持、智慧云职场等辅助措施提升队伍专业能力和获客能力；（2）调整代理人基本管理办法，进一步加强团队长级别的激励机制。新版代理人基本法在2021年1月份开始上线，这是自2017年后时隔3年再次升级代理人基本法，主要是从激发组织发展动能+推动个人绩优成长两个方向升级基本法。一方面，新的代理人基本法通过增加“新主任”孵化津贴和管理津贴激发组织发展动能，保持队伍规模的稳定，但管理津贴的获取前提必须符合一定的新单保费和团队日常培训、出勤等标准方可获取更高的津贴，进一步推动团队主管加强直辖组的基础管理；另一方面，新的代理人基本法通过增加连续健康和连续绩优人力的津贴推动个人绩优成长，提高代理人产能，打造绩优队伍。

截至2020年中，中国太保健康人力、绩优人力规模分别为20.7万、12.1万，占总人力比重分别为27%、15.8%，较2018年的巅峰占比36.8%、17.6%有所下滑，主要是由于行业景气度下行，叠加公司实施转型2.0聚焦价值，限制短储产品导致部分中低端代理人业绩下滑，未达到绩优或者健康人力的标准。

图12: 中国太保健康代理人占比

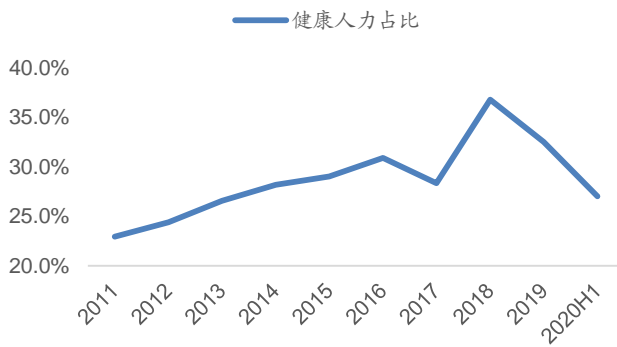
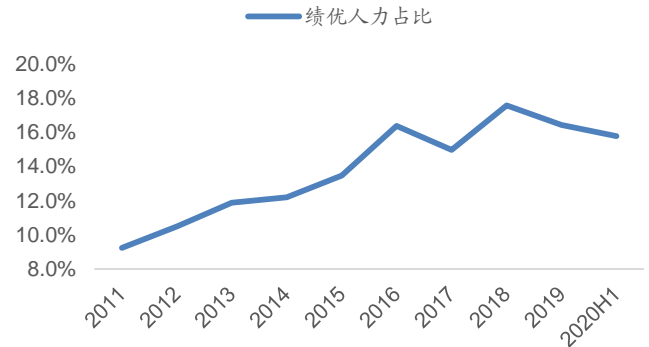


图13: 中国太保绩优代理人占比



数据来源: 公司年度报告, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年度报告, 广发证券发展研究中心

2. 非逆向调整, 队伍基础扎实

从寿险承保周期来看, 2018-2020年寿险行业处于景气度下行周期, 业务下滑导致队伍呈现一定程度的下滑, 往往在此时保险公司为了保住队伍的稳定, 无论是产品的投放还是财务资源的投放均会有所提升, 但在一定程度会造成队伍对业务推动方案、财务资源的依赖性。而中国太保在行业景气度下行周期保持高质量发展定力, 虽然2018年以来代理人队伍呈现下滑的趋势(2018-2020H1同比增速依次为-3%/-7%/-3%), 但公司手续费及佣金基本上和新业务价值保持一致, 并未逆周期加大财务投放。2018-2020H1中国太保手续费及佣金支出增速分别为9%、-12%、-28%, 同期NBV增速分别为1.5%、-9.3%、-24.8%。虽然短期遭受一定的人力下滑、业务下滑的镇痛, 但非逆周期调节的定力有望保持队伍的真实战斗力, 将低产能、无法开单的低端代理人自然脱落, 为队伍的高质量发展打下扎实的基础。

表6: 太保寿险手续费及佣金支出增速及NBV增速对比

(1)NBV 增速	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H
中国人寿	1.8%	3.1%	2.2%	9.2%	35.6%	56.4%	21.9%	-17.6%	18.6%	6.70%
平安人寿	8.5%	-5.4%	14.1%	20.9%	40.4%	64.7%	32.6%	7.3%	5.1%	-24.40%
太平洋人寿	10.1%	5.2%	6.2%	16.3%	37.8%	58.4%	40.3%	1.5%	-9.3%	-24.80%
新华人寿	-8.0%	-4.3%	1.5%	16.0%	34.8%	57.8%	15.4%	1.2%	-19.9%	-11.40%
(2)手续费及佣金支出增速	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H
中国人寿	0.7%	1.2%	-7.4%	5.7%	31.0%	46.3%	24.5%	-3.2%	29.8%	24.00%
平安人寿	29.1%	11.7%	24.6%	44.3%	52.8%	61.5%	38.2%	8.2%	-4.9%	-24.41%
太平洋人寿	16.7%	5.4%	5.1%	15.0%	39.7%	53.6%	34.9%	9.0%	-12.1%	-28.2%
新华人寿	1.2%	-4.2%	-11.0%	22.9%	40.1%	26.8%	17.6%	5.0%	1.0%	7.50%
(1)-(2)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H
中国人寿	-1.2%	-2.0%	-9.7%	-3.5%	-4.6%	-10.1%	2.6%	14.4%	11.3%	17.30%
平安人寿	20.7%	17.1%	10.5%	23.4%	12.4%	-3.2%	5.7%	0.9%	-9.9%	-0.01%
太平洋人寿	6.7%	0.2%	-1.2%	-1.4%	2.0%	-4.8%	-5.4%	7.5%	-2.8%	-3.40%
新华人寿	9.2%	0.1%	-12.5%	6.9%	5.3%	-31.0%	2.1%	3.8%	20.9%	18.90%

数据来源: 公司年度报告, 广发证券发展研究中心

（三）突围之三：优化管理层，保持中长期战略定力

1.“GDR”引入战略投资者，国际巨头有望再保险提供丰富的管理经验

GDR成功引入国际再保险巨头，丰富管理层。2020年成功发行1.03亿股全球存托凭证（下称GDR），其中Swiss Re Principal Investments Company Asia Pte. Ltd.（以下简称“Swiss Re”）作为基石投资者认购公司发行的0.29亿股GDR，占此次发行的GDR比重28.08%，占发行后公司总股本的1.51%。“Swiss Re”是瑞士再保险集团的全资子公司，瑞士再保险公司是世界第二大国际再保险公司，成立于1863年的瑞士，业务遍布全球，尤其是在风险保障、解决方案以及服务方面声誉卓著。瑞士再保险凭借历史悠久的、遍布全球的人寿保险及健康险的再保险经验，对于全球保险业有非常深刻的了解，同时对于成熟保险市场的周期演变、风险事件等有非常深入的研究，且瑞士再保险也是自1913年起服务亚洲市场，也是首批进入中国市场的外国再保险公司之一，先后在1995年和1996年在北京和上海设立代表处，对亚洲及中国保险市场有深刻的认识。瑞士再保险派驻首席财务官、执行委员会委员的John Robert Dacey 先生担任中国太保的非执行董事，进入中国太保的董事会。

中国太保此次通过发行GDR引入瑞士再保险作为基石投资者，并且瑞士再保险高层担任公司非执行董事，有利于学习国际保险最新的理念和瑞士再保险丰富的风险保障经验，进一步为公司长期的寿险战略保驾护航。

2.“长青计划”优化激励机制，深度绑定管理层

公司管理层在2020年中期业绩发布会上宣布董事会通过“长青计划”，再度在体制机制上进行创新。“长青计划”是一项针对寿险、产险总部和分公司关键岗位的激励机制，且是在原考核基础上“做加法”的激励项目，引入奖金递延和回溯机制。

“长青计划”的激励机制与公司核心经营指标挂钩，如寿险、产险及相对同业的市值增速等核心指标，包括寿险核心的新业务价值指标、产险的综合成本率指标，在一定周期的维度考核挂钩的核心指标达成目标情况给与额外的激励。通过“长青计划”进一步激发公司上下的活力，有利于总部和分公司的核心员工关心公司的长远发展，并且通过回溯机制保证当前的业务战略符合公司长期的业务发展，达到短期和长期战略的统一。

借鉴先进的友邦保险经验来看，管理层短期和长期的激励和公司核心指标的挂钩，利于将管理层与公司的长远发展深度绑定。友邦保险高管薪酬结构为基本薪酬+短期激励+长期激励组合，其中短期激励主要的依据为当年的新业务价值、税后营运利润及自由盈余，其中新业务价值占比60%，而营运利润及自由盈余占比分别为25%、15%，长期激励主要依据为3年作为考核周期的新业务价值、内含价值、股东回报，分别占比1/3，且长期激励的形式主要为公司的受限股票，有望将核心管理层与股东的利益绑定。

表7: 友邦保险核心高管薪酬体系

	目的	厘定基准
基本薪酬	以现金形式支付, 招聘及挽留人才	根据各职位及责任、内部等级排名、市场惯例、个人经验、表现及其他因素厘定, 以吸引及挽留具备所需能力以达到集团业务目标的雇员
短期奖励	以现金形式支付, 激励、肯定及奖励达到本集团目标及个人的贡献	NBV-60%、自由盈余-15%、OPAT-25%
长期奖励	以与表现挂钩的受限制股份单位及股权形式给予, 旨在结合管理人员与股东的长期利益	三年为考核周期, NBV、EV Equity、股东回报分别占比 1/3

数据来源: 公司年度报告, 广发证券发展研究中心

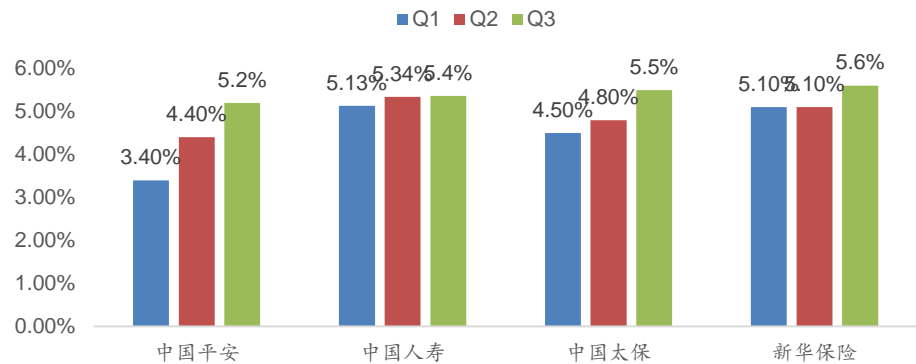
三、短期看点: 行业景气度上行, 太保调整战略再出发

(一) 行业有望开启景气度上行的大幕

我们复盘了1998年至今寿险行业保费增长情况发现, 寿险承保端呈现周期变化的特征, 一般4-6年为一个完整的上下周期。通过分析, 我们发现影响寿险承保周期变化的三大因素分别是: 监管、供给、需求。监管的变化, 包括对于渠道、产品、投资范围等的监管; 供给侧变化, 包括行业投资收益率、代理人规模; 需求侧变化, 包括M1增速、竞品收益率。

通过对寿险承保周期的复盘, 我们认为2021年寿险行业将进入上升周期, 保费增速有望重回两位数以上增长。一方面周期的角度来看行业处于下行周期从未超过3年, 另一方面是对驱动因素的预期来看: (1) 供给侧, 一是权益市场的上行有望推动2020年行业投资收益率向上, 推动年金险销售。截至2020年三季报, 平安、国寿、太保、新华总投资收益率分别为5.2%、5.4%、5.5%、5.6%, 处于相对较高的水平, 利于提升分红险的分红水平; 二是保险公司加大队伍建设力度, 代理人规模企稳回暖。2020年上市险企纷纷调整代理人基本管理办法, 如平安、国寿和新华, 着力提升队伍收入及晋升, 同时2021年开门红有望提振队伍士气及收入, 提升增员热情; (2) 需求侧, 随着宏观经济的回暖, 微观经济体的活跃度提升, M1增速有望回暖, 提升居民对于储蓄类产品的需求, 包括年金险产品; 二是竞品收益率下降且净值化趋势提升年金险竞争力。资管新规后, 年金险产品作为刚兑产品有望受到高净值客户及风险偏好较低的投资者的青睐; (3) 监管侧, 权益投资松绑叠加重疾险定义调整利好健康险。

图14: 上市险企2020年年化总投资收益率



数据来源: 公司季度报告, 广发证券发展研究中心

(二) 公司调整战略, 2021年有望重回两位数增长

顺应市场需求, 公司调整开门红战略, 先获客后提升价值, 理顺业务及队伍的传到机制, 形成正向反馈, 叠加公司2020年的低基数, 预计公司2021年新单及价值有望重回两位数增长。

回顾过去, 2019-2020年中国太保坚持聚焦价值, 帮助代理人获客类的短储产品并未大力推广, 开门红主力产品形态以长期储蓄型为主, 如2020年的“长相伴”和“至尊鑫满意”等, 而同期的上市保险公司以中短期险的产品为主, 在开门红争夺客户及市场份额的阶段, 公司产品竞争力相对较弱; 另外为了力保当年业绩的达成, 开门红预售的时间明显晚于同业上市保险公司。综合上述产品及时间节奏, 中国太保2019-2020年一季度新单保费同比呈现下滑趋势, 增速分别为-13%、-31%, 也低于同业增速情况。

表8: 中国太保2019、2020年一季度新单保费规模及同比增速

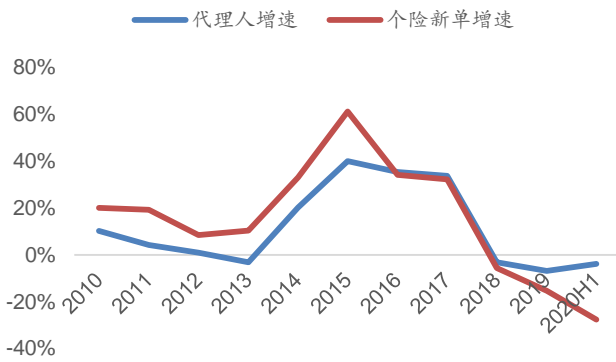
项目	规模(百万元)		同比增速		
	19Q1	20Q1	19Q1	20Q1	
平安	计算新业务价值的首年保费	58,783	49,188	-11%	-16%
国寿	新单保费	93,952	109,450	9%	16%
太保	个险渠道新单保费	17,442	12,022	-13%	-31%
新华	新单保费	9,342	22,046	24%	136%

数据来源: 公司一季度报告, 广发证券发展研究中心

展望未来, 顺应当前居民对于储蓄类产品的需求, 公司调整策略。2021年开门红战略调整, 产品及时间节奏均有所调整。产品方面, 太保开门红预售阶段主力产品“鑫享事诚”保险期限较短(7年), 搭配万能险账户, 顺应资管新规后、P2P频繁暴雷后, 风险偏好较低的投资者对于储蓄型产品的需求, 与同业公司开门红主力产品同台竞争; 时间节奏方面, 太保在2020年四季度采取先开门红、后收官的时间节奏, 于2020年10月份启动开门红预售工作, 11月份再进行2020年收官, 较过往12月中旬启动预售工作有所提前。

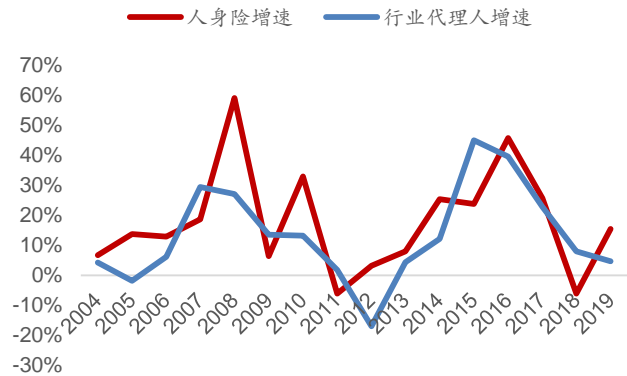
开门红预售阶段推出与同业有竞争力的产品, 即顺应了居民的需求, 同时为代理人提供获客的产品, 通过更易销售的产品、让利于投保人的产品便于代理人拓展其客户数量, 且提升代理人收入, 形成“业务上升-代理人规模提升-业务上升”的正向反馈。

图15: 中国太保代理人增速与个险新单增速趋势



数据来源: 公司年度报告, 广发证券发展研究中心

图16: 人身险行业原保费增速与代理人增速趋势



数据来源: 保险年鉴, 广发证券发展研究中心

四、投资建议

近年来, 随着宏观经济环境+消费者需求+人口红利的变化、产品同质化严重及互联网的冲击等, 寿险行业传统模式的发展面临较大的挑战。但太保2019年开启转型2.0突围之路, 通过产品+服务+队伍的模式, 打造新周期新动能, 应对传统寿险行业当前面临的挑战。

1. 中期突围之一: 产品+服务。健康险的产品同质化严重, 我们认为传统公司的突围之道在于“丰富产品体系和提升产品附加服务”。中国太保率先通过打造“保险+健康+养老”闭环, 通过健康和养老服务解决“看病难”和“养老难”问题, 再结合保险产品解决“看病贵”和“养老贵”的问题, 为客户提供覆盖全生命周期的立体化综合服务。(1)我国医疗资源缺乏且极度不均衡, 千人病床数、千人医生数分别仅4.2个、1.79个, 公司2019年开始推出“太保蓝本”服务, 包括重疾绿通服务、医疗特权服务, 包括专家预约、病房、手术、诊疗、会诊等, 已覆盖1100万客户, 为超过200万客户提供医疗服务。展望未来公司将在大健康领域发挥更大的作用, 2020年8月份中国太保董事会通过《2020-2025年的大健康发展规划》, 将建立专业健康险公司、互联网医疗平台、健康产业投资基金, 着力打造国内领先的健康保障综合服务提供商, 为客户提供更好的医疗资源。(2)随着人口老龄化, 出生率的雪崩, 养老问题逐渐显现出来, 中国太保推出“太保家园”为主的养老服务, 设计颐养、乐养、康养三大产品线。截至目前, “太保家园”已经落地7个社区, 累计发放入住函突破1万份。

2. 中期突围之二: 产品+队伍。我国保险代理人密度已经达到较高水平, 我们认为传统故事的突围之道在于“建立专业的队伍, 搭配产品及服务”。中国太保转型2.0首要任务便是“升级队伍”, 致力于打造核心人力、顶尖绩优和新生代三支关键队伍。公司升级代理人主要的途径是:(1)加强培训, 提升辅助获客手段。通过O2O培训(线上培训+线下培训)、智能化销售支持、智慧云职场等辅助措施提升队伍专业能力和获客能力;(2)调整代理人基本管理办法, 进一步加强团队队长级别的激励机制。新版代理人基本法在2021年1月份开始上线, 这是自2017年后时隔3年再次升级代理人基本法, 主要是从激发组织发展动能+推动个人绩优成长两个方向升级基本法。

3. 中期突围之三: 优化管理层, 保持长期战略定力。(1)第一步GDR成功引入国际再保险巨头“瑞士再保险”公司, 瑞士再保险派驻首席财务官进入太保董事会, 有

望借鉴最新的国际保险理念和风险保障经验；(2)第二步长青计划绑定管理层，引导管理层与公司长期战略保持一致。“长青计划”的激励机制与公司核心经营指标挂钩，如寿险的NBV、产险的综合成本率及相对同业的市值增速等核心指标，在一定周期维度里考核核心指标达成目标情况给与额外的激励并进行回溯。

4.太保短期乘行业景气度上行东方，理顺业务战略，核心指标有望重回两位数增长。

通过对寿险承保周期的研究，2021年有望成为寿险承保周期由下行变为上行的转折年，而太保太保顺应市场的需求，调整开门红战略，先获客提振队伍收入再聚焦价值，达到“业务上升-代理人规模提升-业务上升”的正向反馈，考虑到2020年的低基数，公司核心价值指标有望重回两位数增长。

综上所述，我们预计20-22年EPS为2.6/2.9/4.3元，我们认为适合给予公司21年A股1倍PEV（港股0.8X），对应合理价值55.66元/股（53.34港币/股），给予公司A/H“买入”评级。

表9：可比公司估值表

股票简称	股票代码	货币	最新收盘价 (元)	EPS(元)		PE(x)		P/EV(x)	
				2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
中国平安	601318.SH	CNY	86.90	6.07	8.57	14.32	10.14	1.16	0.98
新华保险	601336.SH	CNY	55.92	4.01	5.95	13.94	9.39	0.73	0.63
中国人寿	601628.SH	CNY	41.41	1.61	2.14	25.72	19.35	1.08	0.94
中国平安	02318.HK	HKD	103.10	7.27	10.27	14.18	10.04	1.14	0.97
新华保险	01336.HK	HKD	31.20	4.81	7.13	6.49	4.37	0.34	0.30
中国人寿	02628.HK	HKD	17.64	1.93	2.56	9.14	6.88	0.38	0.33

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：盈利预测与广发非银最新外发报告一致

五、风险提示

（一）疫情反复，导致新单销售不达预期

目前北方局部地区的疫情有所反弹，若全国蔓延开来，又导致社交隔离，而依赖于线下渠道销售的新单保费增速有可能会低于预期，导致2021年负债端低于市场的预期，最后传导至新业务价值增速不振。

（二）宏观经济回暖不达预期，长端利率下行

当前国内疫情略有反弹，还海外疫情依旧相对严重，若宏观经济回暖不达预期，则长端利率趋势低位徘徊，导致保险公司投资收益率不达预期。

资产负债表						利润表					
单位: 亿元人民币						单位: 亿元人民币					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	153	149	523	576	663	营业收入	3,544	3,855	3,368	4,121	4,760
定期存款	1,284	1,478	1,667	1,858	2,144	已赚保费	2,997	3,132	2,519	3,154	3,680
交易类金融资产	118	49	47	53	61	投资净收益	535	678	816	916	1,024
可供出售	4,159	5,118	5,445	6,153	7,034	公允价值变动净收益	-22	8	-6	7	8
持有至到期	2,847	2,952	3,445	3,812	4,401	汇兑净收益	1	1	1	1	1
其他可投资资产	3,930	4,570	4,584	5,122	5,895	其他业务收入	31	35	38	42	47
投资资产	12,491	14,317	15,712	17,575	20,197	营业支出	-3,261	-3,574	-3,063	-3,786	-4,265
非投资资产	868	967	1,054	1,025	1,037	退保金	-126	-111	-151	-151	-108
资产总计	13,360	15,283	16,766	18,600	21,235	赔付支出	-1,072	-1,285	-1,287	-1,557	-1,620
未决赔款准备金	389	425	491	837	1,497	提取保险责任准备金	-1,051	-1,228	-752	-956	-1,305
未到期责任准备金	495	620	1,546	2,340	3,193	保户红利支出	-113	-108	-121	-140	-157
寿险责任准备金	7,873	8,912	8,510	8,060	7,492	手续费及佣金支出	-563	-469	-485	-624	-671
长期健康险责任准备金	441	723	867	1,133	1,493	管理费用	-399	-454	-373	-504	-570
准备金负债	9,197	10,680	11,413	12,370	13,675	其他业务成本	-68	-80	-93	-98	-116
应付保单红利	265	254	268	287	304	营业利润	283	281	306	335	495
保户储金及投资款	623	756	758	901	1,030	利润总额	280	280	306	335	495
其他负债	1,734	1,760	2,270	2,874	3,547	净利润	184	284	260	285	421
负债	11,819	13,450	14,709	16,431	18,556	归属于母公司净利润	180	277	254	279	412
股本	91	91	96	96	96						
资本公积	666	667	667	667	667						
未分配利润	546	706	1,028	1,112	1,580						
一般风险准备	116	143	169	197	238						
归属于母公司股东权益	1,496	1,784	2,008	2,120	2,629						
股东权益	1,540	1,833	2,057	2,169	2,678						
负债及股东权益	13,360	15,283	16,766	18,600	21,235						

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	10.80%	8.78%	-12.62%	22.33%	15.52%
归母净利润增长	22.90%	53.95%	-7.50%	14.56%	38.21%
归母净资产增长	8.78%	19.29%	12.44%	6.96%	21.94%
获利能力					
ROE	12.05%	15.55%	12.66%	13.15%	15.66%
ROA	1.35%	1.82%	1.52%	1.50%	1.94%
每股指标					
EPS	1.99	3.06	2.64	2.90	4.28
BPS	16.51	19.69	20.87	22.04	27.33
估值比率					
P/E	16.22	10.55	15.55	14.18	9.60
P/B	1.96	1.64	1.97	1.86	1.50

广发非银金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 韵 杨：资深分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 刘 洪：资深分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 思 宇：研究助理，西安交通大学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。