

非银金融

2021年01月19日

中国太保 (601601)

——“长航行动”发布，践行寿险业长期主义

报告原因：有新的信息需要补充

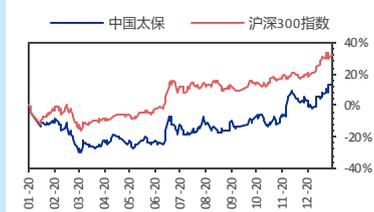
买入 (维持)

市场数据：	2021年01月18日
收盘价(元)	41.3
一年内最高/最低(元)	42.92/26
市净率	2.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	282700
上证指数/深证成指	3596.22/15269.27

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2020年09月30日
每股净资产(元)	21.08
资产负债率%	88.02
总股本/流通A股(百万)	9620/6845
流通B股/H股(百万)	-/2775

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

马鲲鹏 A0230518060002
makp@swsresearch.com
王丛云 A0230516090001
wangcy@swsresearch.com
葛玉翔 A0230519080010
geyx@swsresearch.com
许旖珊 A0230520080002
xuys@swsresearch.com

研究支持

李天奇 A0230120070006
litq@swsresearch.com

联系人

葛玉翔
(8621)23297818x转
geyx@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：太保寿险于官网发布《首提“做寿险业长期主义者”愿景，中国太保寿险“长航行动”正式发布》通讯稿，正式提出寿险“长航计划”。**
- **“长航行动”引领太保寿险新一轮战略提升。太保寿险确立一优、两稳、四新战略目标，打造四大战略内核，布局“334”战略实施路径。**“长航行动”明确提出了**“一优、两稳、四新”的战略目标**，即瞄准客户体验最优，追求价值稳定增长和市场地位稳固，力争渠道多元化实现新突破、大康养生态迈出新步伐、数字化建设取得新提升、组织人才发展踏上新台阶。太保寿险着力打造**队伍升级、赛道布局、服务增值、数字赋能四大战略内核**，并立足近期业务增长、远期动能蓄势和底层能力支撑三个方面，**构建“334”战略实施着力点**：1.持续聚焦营销队伍升级、1+X渠道布局、重点区域拓展3个增长点；2.形成大健康战略、大养老生态、数字化赋能3个优势源；3.通过增强科技能力、健全数据基础、提升组织能力、强化人才支撑巩固形成四大战略支撑点。
- **厚积薄发，深蹲起跳，蓄力2021。**2020年面对突如其来的疫情冲击，公司加快推动线上线下融合经营，强化营销队伍绩优牵引，强化产品创新，积极推进产品与健康、养老服务、财富管理的融合。根据保费月报数据，公司2020年新保期缴增速为-33.4%（1Q20至4Q20逐季增速分别为-37.7%、-30.2%、-30.5%和-26.0%），预计全年NBV降幅约为26%。公司寿险2021年开门红新单和价值表现将显著领先同业，有望率先走出新单增长的瓶颈（预计1Q21和2021年NBV同比增速为15%）。近期公司引进原友邦中国地区多位高管补强中心城区业务短板，未来寿险价值增长动能值得期待。我们预计2021年公司月均健康和绩优人力将重回40%和20%的历史较好水平（1H20为27.0%和15.8%），规模重回80万人平台，提升价值增长动能。**展望2021年，我们看好公司将进一步围绕代理人队伍内质提升和产能升级，充分释放新基本法红利，推动队伍量质双升。**
- **太保寿险转型一步一个脚印扎实推进，彰显公司稳健底蕴，为公司未来5年的长期价值增长奠定扎实基础。**相较于部分同业转型“急转弯”，公司自2012年开启转型1.0的“聚焦期缴、聚焦营销”和2018年转型2.0的“聚焦价值、聚焦队伍、聚焦赋能”均体现优秀长跑者的专业素养。我们预计2020年至2022年公司每股股息保持1.30元、1.50和1.70元（未考虑30周年派发特别股息，如若特别派息，实际金额或更高），对应分红率约为50%，我们认为随着人身险行业步入稳定增长期，长线投资者将更加关注对现金分红的关注度，同时也倒逼公司聚焦主业，在投资端着眼于长期稳健。
- **投资建议：**股债市场波动对准备金计提产生压力，小幅下调盈利预测，预计公司2020年至2022年归母净利润分别为241.67、295.8和335.5亿元（原预测为247.02、305.82和355.21亿元），同比增速分别为-12.9%、22.4%和13.4%，NBV同比增速分别为-26.3%、15.2%和14.8%，当前股价对应2020年至2022年PEV分别为0.84、0.76和0.67倍，维持买入评级。
- **风险提示：长端利率趋势性下行，改革推进成效低于预期**

财务数据及盈利预测

	2019	20Q1-Q3	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	385,489	341,920	402,616	432,938	461,518
同比增长率(%)	8.8%	9.9%	4.4%	7.5%	6.6%
归母净利润(百万元)	27,741	19,648	24,167	29,580	33,550
同比增长率(%)	54.0%	-14.3%	-12.9%	22.4%	13.4%
每股收益(元/股)	3.06	2.12	2.51	3.07	3.49
寿险内含价值	305,521		347,302	396,990	454,983
新业务价值	24,597		18,116	20,873	23,959
新业务价值增长率	-9.3%		-26.3%	15.2%	14.8%

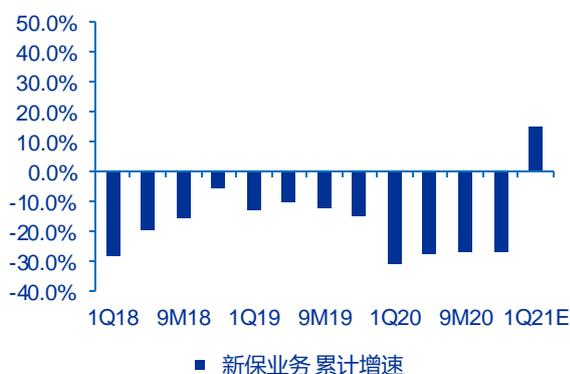
注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图 1：太保寿险长航计划

战略目标	战略内核	实施路径
<ul style="list-style-type: none"> • 一优: 瞄准客户体验最优 • 两稳: 追求价值稳定增长和市场地位稳固 • 四新: 力争渠道多元化实现新突破、大康养生态迈出新步伐、数字化建设取得新提升、组织人才发展再上新台阶 	<ul style="list-style-type: none"> • 队伍升级 • 赛道布局 • 服务增值 • 数字赋能 	<ul style="list-style-type: none"> • 聚焦营销队伍升级、1+X渠道布局、重点区域拓展3个增长点 • 形成大健康战略、大养老生态、数字化赋能3个优势源 • 通过增强科技能力、健全数据基础、提升组织能力、强化人才支撑巩固形成4大战略支撑点

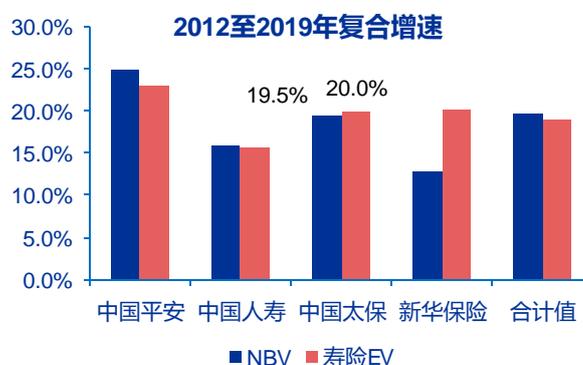
资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 2：太保寿险累计新保增速触底企稳反弹



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 3：太保寿险长期 NBV 和寿险 EV 增速高于同业



资料来源：公司官网，申万宏源研究

表 1：中国太保核心财务数据

主要价值指标 (百万元)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
集团内含价值	245,939	286,169	336,141	395,987	471,125	525,955	589,442
集团净资产	131,764	137,498	149,576	178,427	203,678	221,955	242,357
太保寿险一年新业务价值	19,041	26,723	27,120	24,597	18,116	20,873	23,959
太保寿险新业务价值率	32.9%	39.4%	43.7%	43.3%	34.7%	36.1%	37.9%
太保寿险 ROEV	22.1%	25.4%	22.3%	20.3%	17.0%	17.0%	16.8%
集团每股内含价值 (元)	27.1	31.6	37.1	43.7	49.0	54.7	61.3
太保产险综合成本率	99.2%	98.8%	98.4%	98.1%	98.9%	99.9%	99.9%
集团投资资产净值增长率	4.0%	4.8%	5.1%	7.3%	4.5%	4.8%	4.8%
主要业务指标 (百万元)							
保险业务收入	234,018	281,644	321,895	347,517	365,008	382,983	406,416
太保寿险	137,362	175,628	202,414	212,514	220,157	230,754	243,522
太保产险	96,195	104,614	117,808	132,979	143,200	150,330	160,710
月均保险营销员 (千名)	653	874	847	800	760	800	840
保险营销员每月人均产能 (元/人/月)	4,772	4,718	4,595	4,124	3,690	3,682	4,050
可投资资产	941,760	1,081,282	1,233,222	1,419,263	1,572,622	1,728,830	1,891,390
总投资收益率	5.2%	5.4%	4.6%	5.4%	4.5%	4.8%	4.8%
净投资收益率	5.4%	5.4%	4.9%	4.9%	4.6%	4.7%	4.7%
主要财务指标 (百万元)							
归属于母公司股东净利润	12,057	14,662	18,019	27,741	24,167	29,580	33,550
太保寿险	8,542	10,070	13,992	20,181	17,754	22,043	25,105
太保产险	4,540	3,743	3,484	5,821	5,496	5,425	5,966
基本每股收益 (元)	1.33	1.62	1.99	3.06	2.51	3.07	3.49
每股净资产 (元)	14.54	15.17	16.51	19.69	21.17	23.07	25.19
每股股息 (元)	0.70	0.80	1.00	1.20	1.30	1.50	1.70
ROE	9.1%	10.9%	12.6%	16.9%	12.6%	13.9%	14.5%
估值指标							
PEV	1.62	1.39	1.18	1.00	0.84	0.76	0.67
PB	2.84	2.72	2.50	2.10	1.95	1.79	1.64
PE	33.0	27.1	22.1	14.3	16.4	13.4	11.8
股息率	1.7%	1.9%	2.4%	2.9%	3.2%	3.6%	4.1%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务摘要

表 2：利润表

人民币：百万	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
一、营业收入	319,809	354,363	385,489	402,616	432,938	461,518
已赚保费	263,554	299,724	313,246	332,111	350,206	370,724
保险业务收入	281,644	321,895	347,517	365,008	382,983	406,416
减：分出保费	-15,784	-17,563	-22,358	-26,499	-28,595	-31,159
提取未到期责任准备金	-2,306	-4,608	-11,913	-6,399	-4,182	-4,533
投资收益	51,946	53,477	67,762	69,555	79,674	87,340
公允价值变动(损失)/收益	1,443	-2,168	801	130	1,064	1,154
其他业务收入	2,814	3,117	3,484	3,394	3,822	4,320
二、营业支出	-298,786	-326,108	-357,422	-372,721	-396,121	-419,443
退保金	-10,168	-12,641	-11,104	-13,502	-13,940	-15,455
赔付支出	-94,786	-107,216	-128,541	-137,062	-152,024	-160,480
减：摊回赔付支出	7,723	9,434	10,858	13,406	15,245	15,902
提取保险责任准备金	-105,558	-105,078	-122,776	-130,231	-128,886	-131,574
减：摊回保险责任准备金	1,605	320	1,490			
提取保费准备金	-124	-22	58	10	10	10
保单红利支出	-8,946	-11,263	-10,777	-12,042	-13,952	-15,292
分保费用	-271	-119	-455	-300	-400	-400
营业税金及附加	-966	-900	-882	-926	-972	-1,031
手续费及佣金支出	-47,281	-56,251	-46,853	-45,927	-49,539	-54,393
业务及管理费	-36,293	-39,943	-45,439	-44,051	-48,764	-51,916
减：摊回分保费用	5,770	5,437	7,418	6,167	6,827	7,268
利息支出	-3,703	-2,959	-3,511	-3,258	-3,455	-3,666
其他业务成本	-5,075	-3,805	-4,454	-6,244	-7,035	-7,327
计提资产减值准备	-713	-1,102	-2,454	-2,100	-2,286	-2,501
三、营业利润	21,023	28,255	28,067	29,895	36,818	42,075
加：营业外收入	186	103	82	0	0	0
减：营业外支出	-107	-350	-183	0	0	0
四、利润总额	21,102	28,008	27,966	29,895	36,818	42,075
减：所得税	-6,111	-9,574	388	-5,147	-6,577	-7,799
五、净利润	14,991	18,434	28,354	24,748	30,240	34,276
归属于母公司股东的净利润	14,662	18,019	27,741	24,167	29,580	33,550
少数股东损益	329	415	613	581	661	726
六、基本每股收益 (人民币元)	1.62	1.99	3.06	2.51	3.07	3.49

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。