

**投资评级 优于大市 维持**
**股票数据**

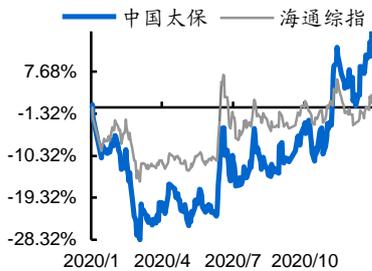
 01月19日收盘价(元) 42.20  
 52周股价波动(元) 26.00-43.88

**股本结构**

 总股本(百万股) 9620  
 流通A股(百万股) 6845.041455  
 B股/H股(百万股) 0/2775

**相关研究**

 《寿险新单仍承压，利润降幅扩大》  
 2020.11.01  
 《营运利润同比+28%，二季度新单降幅  
 收窄，下半年有望持续好转》2020.08.24  
 《中国太保：转型 2.0 持续深入，期待重  
 现辉煌》2020.08.05

**市场表现**


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	12.7	23.8	24.8
相对涨幅 (%)	4.0	13.4	10.5

资料来源：海通证券研究所

# 太保 12 月保费点评：寿险个险期缴持续承压，产险保费增速领先同业

**投资要点：**

- 【事件】中国太保公布 2020 年 12 月保费数据：1) 太保寿险 1-12 月累计保费收入 2085 亿元，同比下降 1.8%；12 月单月保费收入 58.6 亿元，同比增长 1.9%。2) 太保产险 1-12 月累计保费收入 1481 亿元，同比增长 10.8%；12 月单月保费收入 121 亿元，同比下降 6.9%。**
- 寿险个险期缴保费增速持续承压。**太保寿险 1-12 月累计保费收入同比-1.8%，降幅较 1-11 月收窄 0.1pct；单月保费同比+1.9%，是自 6 月以来首次单月保费同比正增长。代理人渠道 1-12 月累计保费同比-2%，新单同比-26.7%，其中新单期缴同比-33.4%，降幅较前三季度（同比-34.2%）有所收窄。我们认为，太保全年新单期缴增速承压的主要原因为国内疫情对代理人展业和客户需求的持续性影响，预计公司全年 NBV 降幅在-30%以内。目前太保已发布开门红产品“鑫享事诚”，满期期限仅 7 年，考虑到年金险产品相对吸引力提升和去年同期基数较低，公司 2021 年一季度保费有望实现高增长。
- 产险保费增速领先同业，非车险累计保费同比+29.8%。**1) 太保、人保、平安 1-12 月产险累计保费分别同比+10.8%、+0.1%、+5.5%，较 1-11 月增速分别-1.9pct、-1.1pct、-2.2pct；12 月单月保费分别同比-6.9%、-11.1%、-14.3%。产险保费 12 月单月同比出现负增长，预计主要原因为车险综改导致车均保费大幅下降，以及保险公司主动减少保证保险业务。2) 从险种结构看，1-12 月车险累计保费同比+2.6%，而非车险同比+29.8%。我们认为，车险综合改革对费用率的限制加强，将倒逼盈利能力较差的中小险企向专业化转型，促进市场优胜劣汰，预计中长期行业集中度将进一步提升，中国太保等龙头险企将从中受益。
- 估值低位，“优于大市”评级。**公司当前股价对应 0.76x 2021E PEV，估值仍低。给予公司 0.9-1.0 倍 2021 年 PEV，合理价值区间 49.91-55.46 元，“优于大市”评级。
- 风险提示：1) 长端利率下行，2) 股市大幅波动，3) 保障型保费增长不达预期。**

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@htsec.com

证书:S0850515040002

分析师:李芳洲

Tel:(021)23154127

Email:lfz11585@htsec.com

证书:S0850519060002

**主要财务数据及预测**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	354363	385489	409046	463999	526222
(+/-)YoY(%)	10.80%	8.78%	6.11%	13.43%	13.41%
净利润(百万元)	18019	27741	25430	31599	36976
(+/-)YoY(%)	22.90%	53.95%	-8.33%	24.26%	17.02%
EPS(元)	1.87	2.88	2.64	3.28	3.84
BVPS(元)	16.01	18.55	21.29	23.27	25.46
EV(元)	34.94	41.16	48.04	55.46	64.16
1YrVNB(元)	2.82	2.56	1.83	2.02	2.21

资料来源：公司年报(2018-2019)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

**表 1 上市保险公司估值及盈利预测**

证券简称	价格 (元)	EV (元)				1YrVNB (元)			
A 股	人民币	2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E
中国平安-A	86.80	54.84	65.67	72.57	84.96	3.95	4.15	2.76	3.12
中国人寿-A	40.93	28.13	33.33	37.80	43.28	1.75	2.08	2.10	2.10
新华保险-A	56.80	55.50	65.72	75.54	86.32	3.91	3.13	2.82	2.96
中国太保-A	42.20	37.09	41.16	48.04	55.46	2.99	2.56	1.83	2.02

证券简称	价格	P/EV (倍)				VNBX (倍)			
A 股	人民币	2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E
中国平安-A	86.80	1.58	1.32	1.20	1.02	8.08	5.08	5.15	0.59
中国人寿-A	40.93	1.46	1.23	1.08	0.95	7.31	3.66	1.49	-1.12
新华保险-A	56.80	1.02	0.86	0.75	0.66	0.33	-2.85	-6.64	-9.97
中国太保-A	42.20	1.14	1.03	0.88	0.76	1.71	0.41	-3.20	-6.57

证券简称	价格	EPS (元)				BVPS (元)			
A 股	人民币	2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E
中国平安-A	86.80	5.88	8.17	7.35	8.87	30.44	36.83	41.93	47.92
中国人寿-A	40.93	0.40	2.06	1.82	2.03	11.26	14.29	15.54	17.09
新华保险-A	56.80	2.54	4.67	4.23	4.96	21.02	27.07	30.77	31.92
中国太保-A	42.20	1.87	2.88	2.64	3.28	16.51	18.55	21.29	23.27

证券简称	价格	P/E (倍)				P/B (倍)			
A 股	人民币	2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E
中国平安-A	86.80	14.77	10.62	11.81	9.78	2.85	2.36	2.07	1.81
中国人寿-A	40.93	101.52	19.85	22.45	20.14	3.63	2.87	2.63	2.39
新华保险-A	56.80	22.37	12.17	13.44	11.45	2.70	2.10	1.85	1.78
中国太保-A	42.20	22.57	14.63	15.96	12.85	2.56	2.28	1.98	1.81

资料来源: 保险公司历年财报, Wind, 海通证券研究所 (基于 2021 年 1 月 19 日收盘价)

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>寿险保费</b>	<b>212514</b>	<b>223140</b>	<b>278170</b>	<b>345846</b>
每股收益	2.88	2.64	3.28	3.84	非寿险保费	132979	138298	137837	135540
每股净资产	18.55	21.29	23.27	25.46	总保费及管理费收入	345493	361438	416007	481386
每股内含价值	41.16	48.04	55.46	64.16	减: 分出保费	22358	24875	26308	27835
每股新业务价值	2.56	1.83	2.02	2.21	净保费收入	323135	336563	389699	453551
<b>价值评估 (倍)</b>					减: 净提取未到期责任准备金	11913	8899	13464	15124
P/E	14.63	15.96	12.85	10.98	已赚净保费	311222	327664	376236	438427
P/B	2.28	1.98	1.81	1.66	投资收益	67762	65227	66877	65141
P/EV	1.03	0.88	0.76	0.66	<b>营业收入</b>	<b>385489</b>	<b>409046</b>	<b>463999</b>	<b>526222</b>
VNBX	0.41	-3.20	-6.57	-9.94	赔付及保户利益	273140	283994	314585	354972
<b>盈利能力指标 (%)</b>					保险业务综合费用	84282	93837	107570	122268
净投资收益率	4.90%	4.74%	4.71%	4.68%	<b>营业费用</b>	<b>357422</b>	<b>377831</b>	<b>422155</b>	<b>477240</b>
总投资收益率	5.40%	5.50%	5.10%	5.10%	<b>营业利润</b>	<b>28067</b>	<b>31215</b>	<b>41844</b>	<b>48982</b>
净资产收益率	15.55%	12.42%	14.11%	15.10%	<b>税前利润</b>	<b>27966</b>	<b>31315</b>	<b>41944</b>	<b>49082</b>
总资产收益率	1.82%	1.49%	1.75%	1.91%	所得税	(388)	5324	9647	11289
财险综合成本率	<b>98.40%</b>	<b>98.50%</b>	<b>98.30%</b>	<b>98.20%</b>	<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>27741</b>	<b>25430</b>	<b>31599</b>	<b>36976</b>
财险赔付率	60.40%	60.50%	60.50%	60.50%	少数股东损益	613	562	698	817
财险费用率	38.00%	38.00%	37.80%	37.70%					
<b>盈利增长 (%)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
净利润增长率	53.95%	-8.33%	24.26%	17.02%	现金及存款投资	194834	221415	223938	227685
内含价值增长率	17.80%	16.71%	15.44%	15.68%	债权投资	962011	920101	978930	1049847
新业务价值增长率	-9.30%	-28.50%	10.40%	9.50%	股权投资	211946	236176	262909	294431
<b>偿付能力充足率 (%)</b>					其他投资	50472	262417	279196	299422
偿付能力充足率 (集团)	295%	295%	295%	295%	<b>总投资资产</b>	<b>1419263</b>	<b>1640109</b>	<b>1744974</b>	<b>1871386</b>
偿付能力充足率 (寿险)	257%	257%	257%	257%	分保资产	76369	4160	3937	3680
偿付能力充足率 (产险)	293%	293%	293%	293%	其他资产	32701	59583	60760	62464
<b>内含价值 (百万元)</b>					<b>资产总计</b>	<b>1528333</b>	<b>1703853</b>	<b>1809670</b>	<b>1937529</b>
调整后净资产	208402	233410	261419	292790	保险合同负债	1068021	1192113	1331825	1494601
有效业务价值	187585	228764	272134	324426	投资合同负债	75576	58000	50003	42007
内含价值	395987	462174	533554	617215	次级债	0	2000	2000	2000
一年新业务价值	24597	17587	19416	21260	其他负债	201416	241881	196630	148399
核心内含价值回报率 (%)	16.45%	13.31%	13.29%	13.20%	<b>负债总计</b>	<b>1345013</b>	<b>1493995</b>	<b>1580458</b>	<b>1687007</b>
<b>寿险新业务保费 (百万元)</b>					实收资本	9062	9620	9620	9620
趸缴新单保费	6,594	7,253	7,979	7,979	归属于母公司股东权益	178427	204795	223895	244893
期缴新单保费	33,000	24,750	28,215	31,037	少数股东权益	4893	5063	5317	5629
新业务合计	39,594	32,003	36,194	39,015	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1528333</b>	<b>1703853</b>	<b>1809670</b>	<b>1937529</b>
新业务保费增长率 (%)	-15.22%	-19.17%	13.09%	7.80%					
标准保费	33659.40	25475.34	29012.87	31834.37					
标准保费增长率 (%)	-21.60%	-24.31%	13.89%	9.72%					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 19 日; (2) 以上各表均为简表  
 资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

孙婷 银行行业, 非银行金融行业  
李芳洲 非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 兴业银行, 中信银行, 第一创业, 江苏银行, 中国太保, 国金证券, 邮储银行, 杭州银行, 光大证券, 东吴证券, 宁波银行, 东方财富, 建设银行, 中国人寿, 汇丰控股, 国泰君安, 重庆银行, 上海银行, 兴业证券, 招商证券, 常熟银行, 中国银河, 华安证券, 华泰证券, 中国平安, 工商银行, 平安银行, 中国财险, 中金公司, 中原证券

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。