

中国太保 (601601.SH) 打造全能保险公司，聚焦个险提升价值

2020年11月27日

——中国太保首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

日期	2020/11/26
当前股价(元)	37.85
一年最高最低(元)	40.08/26.00
总市值(亿元)	3,641.30
流通市值(亿元)	2,590.85
总股本(亿股)	96.20
流通股本(亿股)	68.45
近3个月换手率(%)	35.98

● 保费增速改善可期，看好估值修复机会

寿险行业步入新周期，聚焦个险有望带来保费、价值双改善，2021年保费改善可期。太保寿险2021年开门红启动为上市险企中最早一家，同时队伍规模及产能企稳回升，开门红保费改善可期；乘用车销量回暖，农险、责任险仍具潜力，财险保费收入有望提升。长端利率回升，利好险资投资。我们预计2020-2022年NBV同比分别为-12.07%、+15.41%、+19.90%，集团内含价值同比分别为+15.78%、+17.41%、+17.23%，EPS分别为3.03元、4.52元、5.00元。负债、资产双利好，估值为上市险企中最低，具备性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 短期开门红有望改善，长期寿险转型 2.0 深化改革助力提升价值

太保寿险推动转型 2.0 阶段，聚焦个险，打造三支关键队伍，实现队伍规模、产能双升。随着经济复苏，保险行业有望进入顺周期，聚焦个险的战略有望带来保费及价值增量，2021年保费有望改善。2020H1代理人规模为76.6万人，逐步企稳回升，2020H1人均产能较2019年下降0.68%，较2019年降幅-9.11%收窄。开门红时间前置，凸显管理层打好2021年开门红红意图，开门红保费有望改善。

● 车险、非车险双轮驱动，财险有望持续高速发展

2020H1太保财险保费收入同比增速+12.34%，车险+3.96%、非车险+29.83%，均高于同业，车险、非车险双轮驱动，应用科技创新赋能业务发展。同时，公司充分把握外部发展机遇，推动农险、责任险不断发展，农险自2016年来年化符合增长率达+46.30%，占非车险业务比重由9.53%提升至19.93%，具有较大潜力。

● 投资风格稳健，固收占比高于行业，长端利率回升提振投资端

2020H1中国太保债券投资占比39.53%，超过行业平均水平34.63%，债权投资计划占比不断提升，由2015年的6.21%提升至2020H1的11.38%。十年期国债利率逐步随宏观经济好转回升，有望带动中国太保投资收益率上修。

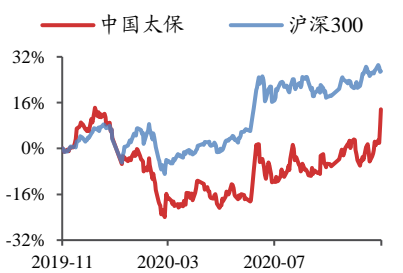
● **风险提示：**寿险转型 2.0 阶段受阻，NBV 增速低于预期；长端利率超预期下行，造成利差损。

财务摘要和估值指标（百万元）

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
保费业务收入	321,895	347,517	370,042	398,488	432,615
YoY(%)	14.29%	7.96%	6.48%	7.69%	8.56%
内含价值	336,142	395,988	458,486	538,304	631,046
YoY(%)	17.46%	17.80%	15.78%	17.41%	17.23%
新业务价值	27,120	24,597	21,627	24,960	29,927
YoY(%)	1.49%	-9.30%	-12.07%	15.41%	19.90%
归母净利润	18,019	27,741	28,542	42,554	47,066
YOY (%)	22.90%	53.95%	2.89%	49.09%	10.60%
P/B	2.12	1.78	1.62	1.45	1.30
P/EV	0.97	0.82	0.79	0.68	0.58

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：贝格数据

目 录

1、 底蕴深厚、业务齐全的中国领先综合性保险集团.....	4
1.1、 三十而立前，中国太保实现三地上市.....	4
1.2、 国企背景搭配合理治理架构，激发运营效率.....	5
1.3、 寿险、财险市场地位稳固，稳居行业前三.....	7
1.4、 总资产稳步增长，偿付能力行业领先.....	8
2、 中国太保专注保险主业，转型、创新推动发展.....	9
2.1、 转型 2.0 阶段，聚焦个险、聚焦保障.....	9
2.2、 不断创新科技应用，财险拥抱数字化流程.....	15
2.3、 投资风格持续稳健，债券配置比例高于行业平均.....	18
3、 盈利预测与投资建议.....	21
3.1、 盈利预测.....	21
3.2、 可比公司估值分析.....	23
3.3、 投资结论.....	23
4、 风险提示.....	25
附：财务预测摘要.....	26

图表目录

图 1： 中国太保成立近 30 年，已在三地上市.....	4
图 2： 国企背景为中国太保业务开展提供背书.....	5
图 3： 中国太保组织架构完善.....	6
图 4： 中国太保寿险业务坐稳行业前三.....	8
图 5： 财险保费收入集中度高，中国太保进入前三.....	8
图 6： 太保寿险自 2017 年开始转型 2.0 阶段，聚焦价值、队伍、赋能.....	8
图 7： 中国太保业务发展带动总资产增长.....	9
图 8： 中国太保归母净资产稳步提升.....	9
图 9： 中国太保综合偿付能力优于行业平均，为业务发展提供充足支撑.....	9
图 10： 业务底蕴深厚，寿险保费收入占比稳定.....	10
图 11： 中国太保聚焦个险，银保拖累新业务保费占比.....	10
图 12： 太保寿险个险渠道贡献绝大多数保费收入.....	10
图 13： 转型 2.0 阶段以打造个险三支关键队伍为核心.....	11
图 14： 太保寿险个险渠道保费收入占比明显高于上市同业.....	11
图 15： 传统型保费收入占比稳步提升.....	11
图 16： 回归保障本源，长期健康型保险占比持续提升.....	11
图 17： 中国太保分红型保险占比显著高于中国平安.....	12
图 18： 中国太保新业务价值率保持高位.....	12
图 19： 中国太保寿险代理人规模行业第三.....	13
图 20： 2017 年后中国太保代理人规模出现下滑.....	13
图 21： 受行业周期影响，2018 年后太保寿险个险渠道增长承受较大压力.....	13
图 22： 中国太保人均月均新业务保费同比增速有所回暖.....	13
图 23： 中国太保业务品质优秀，退保率保持行业最低.....	14
图 24： 受疫情影响 13 月继续率有所下滑.....	14
图 25： 中国太保 25 月继续率明显优于上市同业.....	14

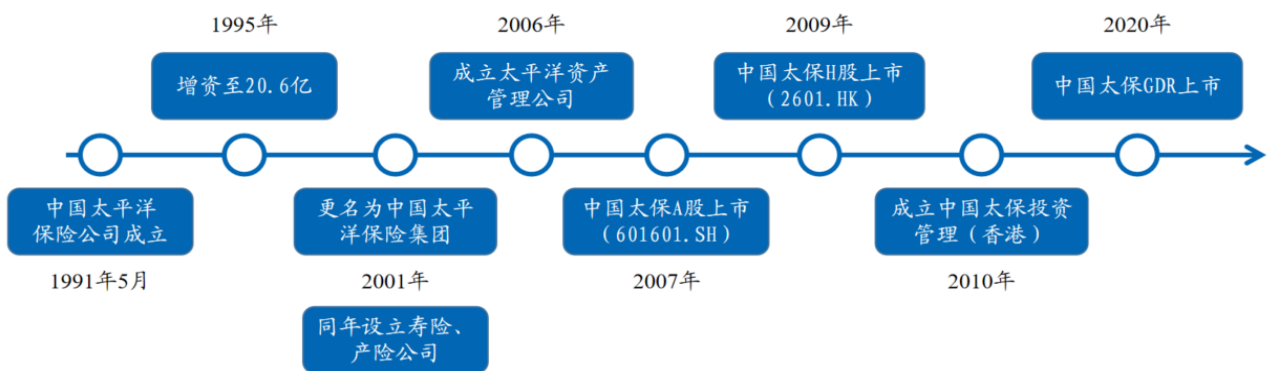
图 26: 中国太保内含价值平稳增长	15
图 27: 受行业周期影响, 中国太保新业务价值近年增长承压	15
图 28: 太保财险非车险保费收入持续高速增长	16
图 29: 太保财险车险保费收入同比快于同业	16
图 30: 太保财险非车险同别增速领先同业	16
图 31: 受车险、非车险拉动, 太保财险保费收入同比增速优于同业	16
图 32: 非车险保费占比明显提升	17
图 33: 责任险、农险保费收入有所提升	17
图 34: 近年来责任险及农险同比增速较高, 拉动非车险保费快速提升	17
图 35: 中国太保综合成本率持续下滑	18
图 36: 中国太保综合费用率略有波动	18
图 37: 中国太保综合赔付率呈下降趋势	18
图 38: 债券投资占中国太保投资资产较大比例	19
图 39: 中国太保债券投资配置比例较行业平均更高, 投资风格稳健	19
图 40: 中国太保固收类投资占比与上市同业接近	20
图 41: 净投资收益率出现下行	21
图 42: 总投资收益率保持相对平稳	21
图 43: 乘用车销量逐步回暖	24
图 44: 十年期国债收益率逐步回升至 3.2% 附近	24
图 45: 中国太保 GDR 发行带来 A 股溢价率逐渐减少	25
表 1: 中国太保通过各个子公司为客户提供多样化产品及服务	4
表 2: GDR 发行为中国太保引入国际先进治理经验带来契机	5
表 3: 中国太保主要股东中国有企业占到多数, 提供业务背书	5
表 4: 高管团队构成多元, 均为保险、精算、投资行业经验丰富老将	6
表 5: 中国太保投资风格稳健, 债券投资占比较高	19
表 6: 中国太保固收类投资占比与上市同业接近, 权益类相对略低	20
表 7: 中国太保盈利预测: 疫情后恢复迅速	22
表 8: 内含价值变动表	22
表 9: 中国太保估值明显低于其他上市险企	23
表 10: 预计中国太保 2021 年开门红启动时间早于上市同业	24
表 11: 中国太保 PEV 估值为 A 股上市保险公司最低	25

1、底蕴深厚、业务齐全的中国领先综合性保险集团

1.1、三十而立前，中国太保实现三地上市

中国太保成立 29 年，实现沪、港、伦三地上市，底蕴深厚。中国太平洋保险（集团）股份有限公司（下称“中国太保”）的前身中国太平洋保险公司于 1991 年 5 月 13 日成立，并于 2001 年正式更名为中国太平洋保险（集团）股份有限公司，同年，中国太保设立太保寿险及太保产险。中国太保目前已实现三地上市，分别于 2007 年上交所、2009 年港交所与 2020 年伦交所挂牌上市，注册资本金达 96.2 亿。

图1：中国太保成立近 30 年，已在三地上市



资料来源：公司公告、开源证券研究所

中国太保实力强劲，围绕保险产业链，为客户提供各类风险保障。中国太保连续 10 年入选《财富》世界 500 强，2019 年排名为 193 位。拥有人寿保险、财产保险、养老保险、健康保险、农业保险和资产管理的保险行业全牌照，通过旗下各个子公司提供风险保障、财富规划及资产管理等服务。

表1：中国太保通过各个子公司为客户提供多样化产品及服务

子公司	持股比例	提供产品和服务
太保寿险	98.5%	人身保险产品与服务
太保产险	98.3%	财产保险产品与服务
安信农险	51.3%	财产保险产品与服务
太保安联	77.1%	健康险产品及健康管理服务
太保资产	99.7%	保险资金运用及第三方资产管理业务
长江养老	61.1%	养老金业务及相关资产管理
国联安基金	50.8%	公募基金管理业务

资料来源：公司公告、开源证券研究所

注：持股比例数据为 2020 年中报披露数据。

以 GDR 发行为契机，优化股权结构，引入国际先进治理经验。中国太保于 2020 年 6 月以每份 17.60 美元的价格，发行 1.12 亿份 GDR，对应 5.58 亿份 A 股，占发行后总股本比例 5.80%，共计募集资金 19.65 亿美元，发行后总股本为 96.20 亿份。在股

东董事方面，瑞再作为基石投资者共计认购 2888 万份 GDR，对应 A 股占总股本比例为 1.50%，并派出了 CFO 杜尚瑞先生（John Robert Dacey）出任非执行董事，进一步提升中国太保的专业化经营能力，此外基石投资者所认购发行的 GDR 原则上受限于三年的禁售期；而高瓴资本则派出了产业与创新研究院院长梁红女士出任非执行董事，未来将会在宏观经济形势研判、重大投资决策制定等方面发挥作用。

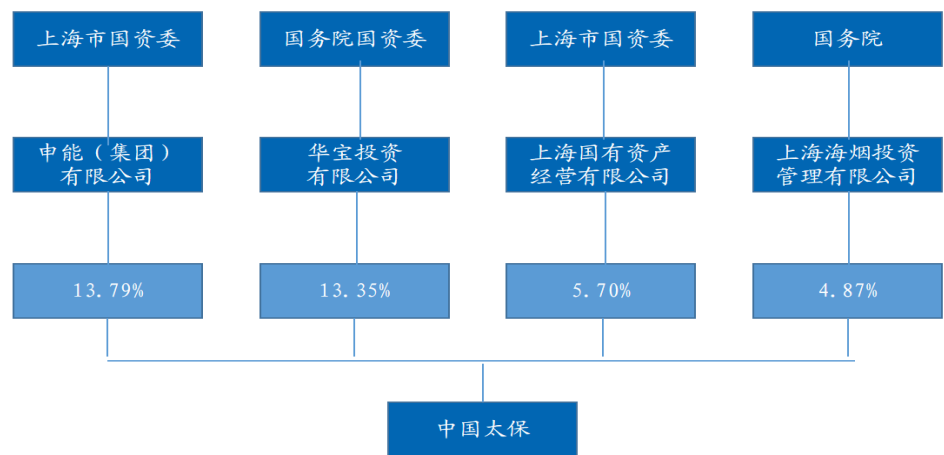
表2: GDR 发行为中国太保引入国际先进治理经验带来契机

董事	现任岗位	曾任岗位	学历
John Robert Dacey (杜尚瑞) 先生	瑞士再保险集团 首席财务官、执行 委员会委员	麦肯锡咨询合伙人，丰泰保险首席策略管、执行会委员 安盛保险集团亚太区副董事长、执行委员会委员、日本及亚太区 总部首席执行官	华盛顿大学经济学文学 学位和哈佛大学公共政 策系硕士学位
梁红女士	高瓴资本集团旗 下产业与创新研 究院院长	国际货币基金组织经济学家，高盛公司中国首席经济学家、董事 总经理、亚太经济研究联席负责人，中国国际金融有限公司管理 委员会成员、研究部负责人、首席经济学家、销售交易部联席负 责人、资本市场部负责人	北京大学学士学位和 美国乔治城大学经济学博 士学位

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、 国企背景搭配合理治理架构，激发运营效率

国企背景提供稳健经营基础，合理组织架构提升运营效率。中国太保的主要股东为上海市国资委（19.49%）、国务院国资委（13.35%）及国务院（4.87%）。国企背景将增强中国太保的行业影响力及品牌号召力，为一线展业提供可靠背书。中国太保推进转型，创新体制机制，推动建立市场化长期约束机制，在寿险公司已经获得突破，并在数字化建设方面有序开展“中国太保云”和“两地三中心”的建设，利于提高公司整体经营效率。

图2: 国企背景为中国太保业务开展提供背书


资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

注：上述资料为公司官网披露的 2020 年 3 季度末数据。

表3: 中国太保主要股东中国有企业占到多数，提供业务背书

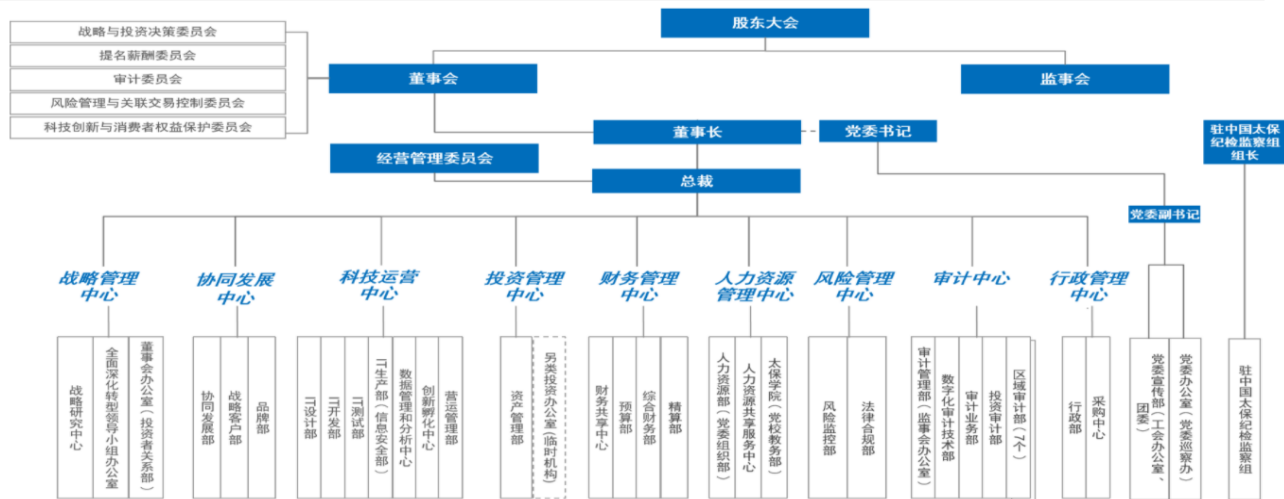
股东名称	持股总数（百万股）	持股比例	股份种类
香港中央结算（代理人）有限公司	2,773	28.82%	H 股

股东名称	持股总数 (百万股)	持股比例	股份种类
中能 (集团) 有限公司	1,327	13.79%	A 股
华宝投资有限公司	1,284	13.35%	A 股
Citibank, National Association	558	5.80%	A 股
上海国有资产经营有限公司	548	5.70%	A 股
上海海烟投资管理有限公司	469	4.87%	A 股
中国证券金融股份有限公司	271	2.82%	A 股
上海久事 (集团) 有限公司	251	2.61%	A 股
中央汇金资产管理有限责任公司	111	1.15%	A 股
云南合和 (集团) 股份有限公司	92	0.95%	A 股

资料来源：公司官网、开源证券研究所

注：上述数据为公司官网披露的 2020 年 3 季度末数据。

图3：中国太保组织架构完善



资料来源：公司官网、开源证券研究所

中国太保公司高管构成多元，均为行业经验丰富老将。公司披露高管团队共计 9 人，其中具有保险行业工作经验 7 人，具有政府机构工作经验 4 人，具有国际机构工作经验 3 人，5 人具有一线管理经验，7 人具有硕士学历。公司高管团队配置合理，从业经验丰富，无论在一线业务营销管理、产品精算、投资运用、风险管理、市场运营均具备丰富的工作经验，可以在顶层设计上为中国太保业务发展带来助益。

表4：高管团队构成多元，均为保险、精算、投资行业经验丰富老将

高级管理人员	现任岗位	曾任岗位	学历职称
孔庆伟	中国太保董事长、执行董事 太保寿险董事长	上海外滩房屋置换有限公司副总经理，上海久事公司置换总部总经理，上海市公积金管理中心常务副主任，上海市城市建设投资开发总公司副总经理，上海闵虹 (集团) 有限公司副董事长，上海世博土地储备中心主任，上海世博土地控股有限公司总裁，上海市城市建设投资开发总公司总经理，中共上海市金融工作委员会党委书记，上海国盛 (集团) 有限公司董事长。	研究生学历、高级经济师

高级管理人员	现任岗位	曾任岗位	学历职称
傅帆	中国太保执行董事、总裁 太保资产董事	上投实业投资公司副总经理，上投摩根基金管理有限公司副总经理，上海国际信托有限公司总经理、副董事长，上海国有资产经营有限公司董事长，上海国际集团有限公司董事、总经理等职务	研究生学历、硕士学位、经济师
赵永刚	中国太保副总裁	太保寿险贵州分公司副总经理，本公司党群部副部长、部长，太保寿险战略转型办公室主任、黑龙江分公司总经理、河南分公司总经理，太保寿险工会主席、人力资源总监，本公司工会主席等	学士学位、经济师
俞斌	中国太保副总裁、太保产险董事	中国太保助理总裁，太保产险非水险部副总经理、核保核赔部副总经理、市场研发中心总经理、市场部总经理，太保产险市场总监、副总经理等	硕士学位、经济师
马欣	中国太保副总裁、董事会秘书、太保产险董事、太保寿险董事、长江养老董事	中国太保转型总监、战略转型办公室主任、战略企划部总经理，太保寿险陕西分公司总经理等	硕士学位、经济师职称
张远瀚	中国太保财务负责人、总精算师、太保产险董事、太保寿险董事、太保资产董事	联泰大都会人寿保险有限公司总精算师、副总经理、副总裁，生命人寿保险有限公司总精算师，光大永明人寿保险有限公司副总经理、财务总监、总精算师，光大永明资产管理股份有限公司董事等	硕士学位、中国精算师协会理事，具有北美精算师协会会员资格、美国精算师协会会员资格
张卫东	中国太保首席风险官、合规负责人、总法律顾问，太保产险董事、太保寿险董事、太保资产董事、长江养老董事	中国太保董事会办公室主任、风险管理部总经理、法律合规部总经理、风险合规总监，太保产险董事会秘书、太保寿险董事会秘书、太保资产董事会秘书	大学学历
邓斌	中国太保首席投资官、太保香港首席投资官 太保资产董事、太保寿险董事	中国对外贸易经济合作部人事司干部，美国国际集团（AIG）集团风险管理部中台部门主管、风险管理部亚太区分部（除日本）市场风险管理主管，友邦保险集团市场风险主管、投资分析总监、投资方案暨衍生品总监、中国战略项目总监等职	硕士学位、特许金融分析师、金融风险管理师
钱仲华	中国太保总审计师、审计责任人	曾在财政、纪检机关工作多年，曾任太保寿险苏州中支公司总经理、江苏分公司副总经理、深圳分公司总经理、广东分公司总经理，太保寿险副总经理、总经理等	硕士学位、高级会计师

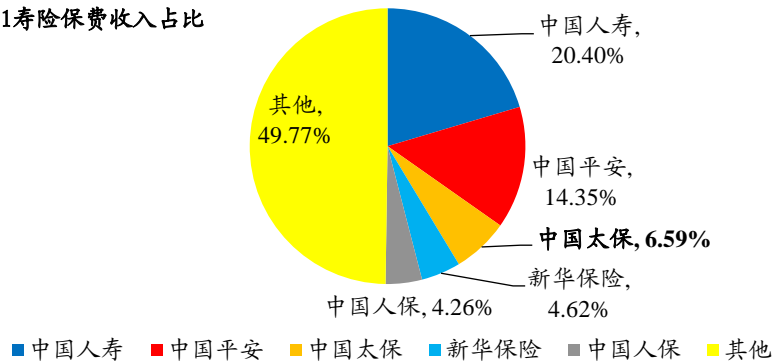
资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.3、寿险、财险市场地位稳固，稳居行业前三

两大主营业务行业稳定前三，积极推进寿险 2.0 转型及科技赋能。中国太保坚持“保险姓保”理念，坚持走高质量发展路线，在接近 30 年的发展历程中，中国太保的两大主营业务-寿险、产险已占据行业领先地位，并不断尝试转型、创新冲击新高度。在寿险行业进入高质量、专业化发展的新阶段已成为共识的大背景下，中国太保推进转型 2.0 阶段，打造“三个聚焦”-聚焦价值、聚焦队伍、聚焦赋能，在队伍、保险生态圈、服务及科技等方面发力，为太保寿险贡献增长新动能。财险方面，快速推动科技应用落地，提升定价、风控、客户服务、成本管控等方面能力，车险+非车险两条腿走路，提升非车险“顶梁柱”作用，把握农险发展机遇，多维度提升太保产险综合竞争力。

图4：中国太保寿险业务坐稳行业前三

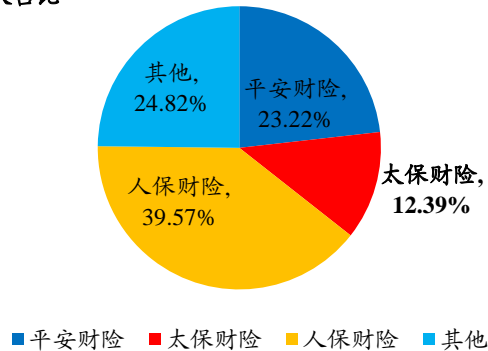
2020H1寿险保费收入占比



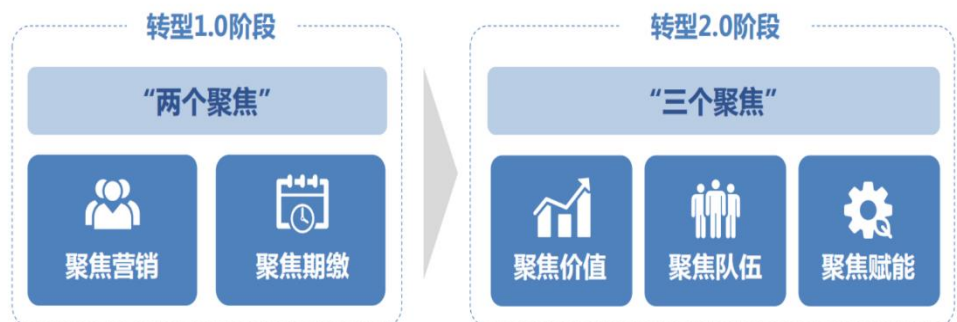
数据来源：公司公告、银保监会、开源证券研究所

图5：财险保费收入集中度高，中国太保进入前三

2020H1财险保费收入占比



数据来源：公司公告、银保监会、开源证券研究所

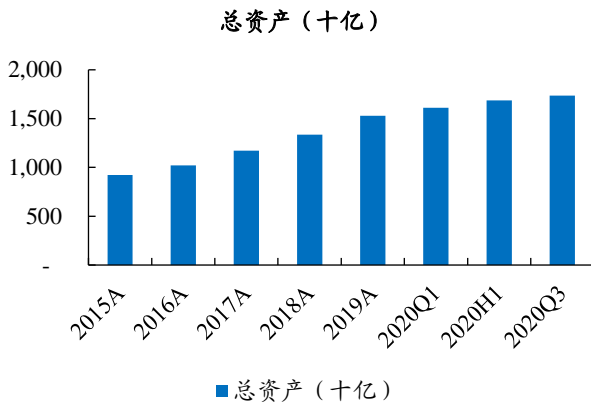
图6：太保寿险自 2017 年开始转型 2.0 阶段，聚焦价值、队伍、赋能


资料来源：公司公告

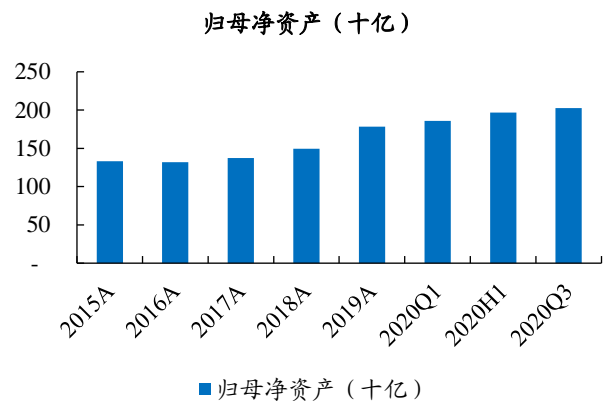
1.4、总资产稳步增长，偿付能力行业领先

总资产及净资产随着业务增长稳定提升，偿付能力优于行业均值。随着寿险、产险业务不断发展，公司实力不断壮大，2020年3季度末，中国太保总资产已达1.74万亿，归母净资产达2028亿。中国太保2020年中报综合偿付能力充足率达284%、寿

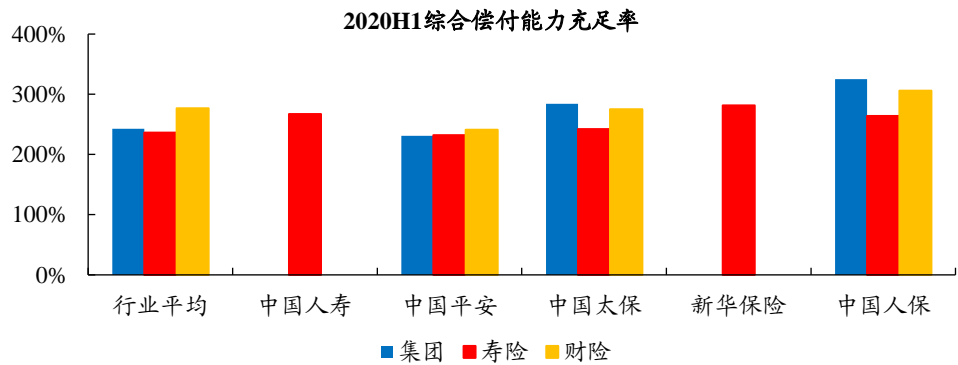
险为 242%、财险为 275%，均优于行业平均，且在上市险企中排名同样靠前。

图7：中国太保业务发展带动总资产增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：中国太保归母净资产稳步提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：中国太保综合偿付能力优于行业平均，为业务发展提供充足支撑


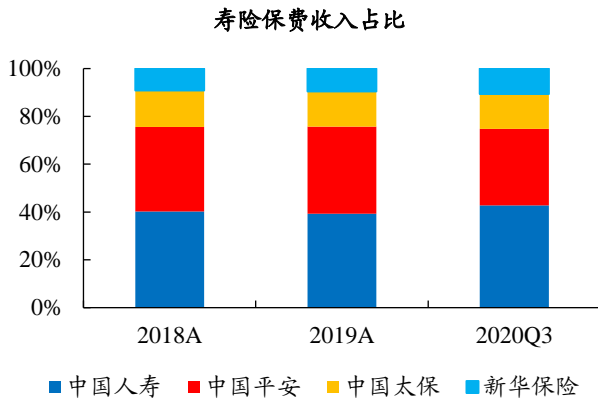
数据来源：银保监会、公司公告、开源证券研究所

2、中国太保专注保险主业，转型、创新推动发展

2.1、转型 2.0 阶段，聚焦个险、聚焦保障

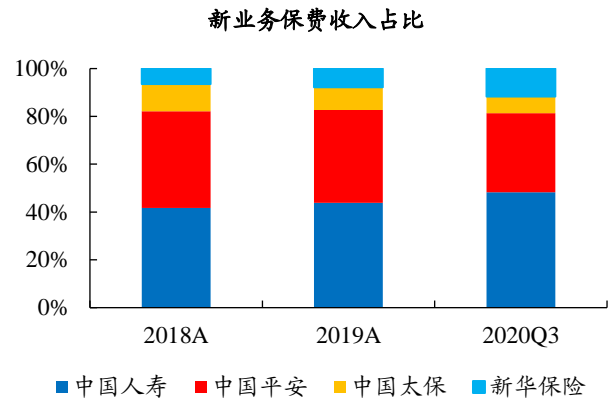
寿险行业进入新周期，转型 2.0 提供全新动力。中国太保在寿险行业发展步入新阶段的时刻，关注业务发展质量，不盲目追求规模上量，保持战略定力，寿险保费收入稳定增长。销售渠道专注专属代理人，逐步拓展互联网、专业中介渠道潜力，打造个险“核心人力”、“顶尖绩优”及“新生代”三支队伍，发挥专注的力量。充分发挥聚焦的优势，将公司力量聚焦于个险渠道。在老四家上市险企中，中国太保寿险业务收入占比为 14.65%，因聚焦个险渠道，未推动银保趸交业务发展，新业务保费占比略有下滑，由 2019 年 9.57% 下滑至 2020Q3 的 7.00%。

图10: 业务底蕴深厚, 寿险保费收入占比稳定



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

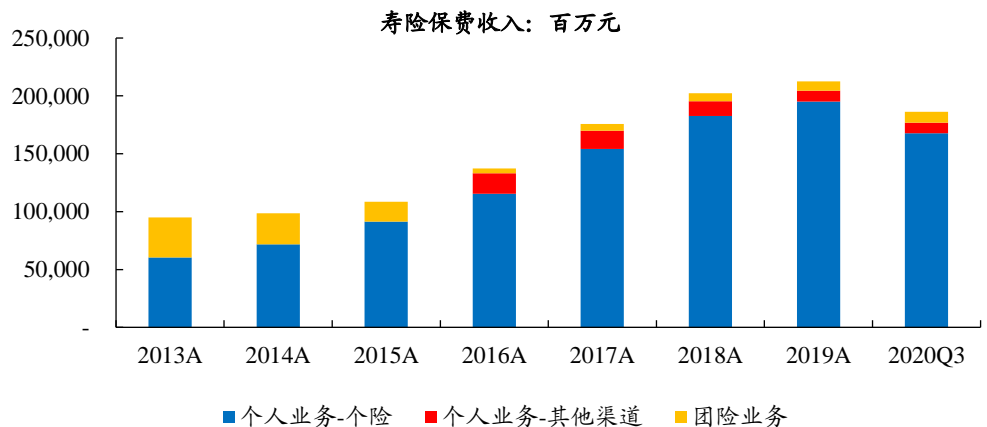
图11: 中国太保聚焦个险, 银保拖累新业务保费占比



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

寿险坚定个险为王, 转型 2.0 阶段助力厚积薄发。中国太保坚定推动自有专属代理人渠道, 2011 年转型 1.0 阶段“聚焦营销”、“聚焦期缴”, 2017 年转型 2.0 阶段“聚焦价值”、“聚焦队伍”、“聚焦赋能”, 两次转型核心均为个险渠道, 大个险格局显现。个险渠道具有队伍可控、节奏可控、产品可控、价值率高的三控一高特点, 可以充分贯彻执行公司管理层的战略、战术意图, 更可将公司全部力量集中于一点, 进行突破。个险渠道寿险保费收入占比逐步由 2013 年的 63.50% 提升至 2019 年的 91.84%, 受 2020 年上半年疫情影响, 2020 前 3 季度略有下滑至 90.07%, 但占比仍高于上市同业。

图12: 太保寿险个险渠道贡献绝大多数保费收入



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

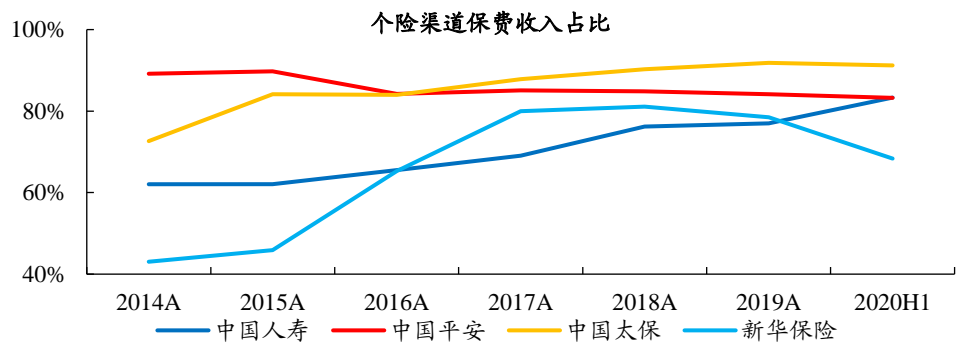
图13: 转型 2.0 阶段以打造个险三支关键队伍为核心

打造三支关键队伍，加强体系性推动，实现队伍升级



资料来源：公司公告

图14: 太保寿险个险渠道保费收入占比明显高于上市同业

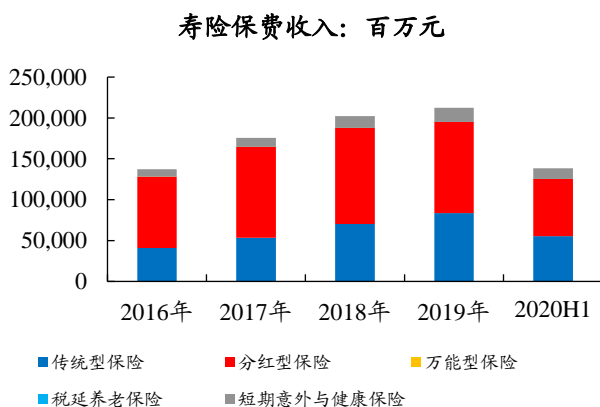


数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：中国平安为规模保费数据。

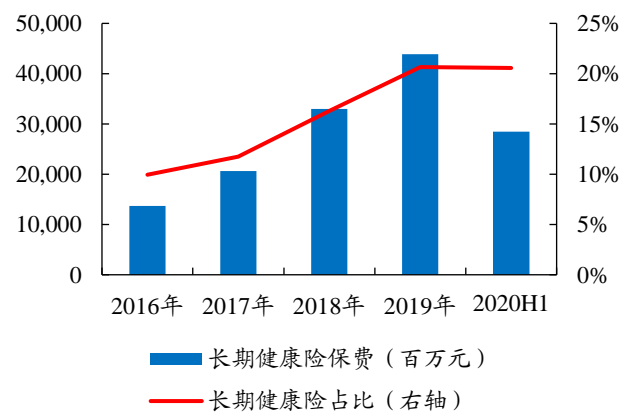
坚定保险姓保，长期健康型产品增长迅速。中国太保坚定回归保险保障本源，利用大个险模式推动长期健康险产品销售，长期健康型产品保费占比逐年提升，保费规模稳步增长，产品结构持续优化。太保寿险长期健康险保费占比已由 2016 年的 9.95% 提升至 2020H1 的 20.56%。分红险占比 50% 以上高于中国平安的 25%（2020H1），且低价值万能型产品较少，产品结构相对良好。

图15: 传统型保费收入占比稳步提升

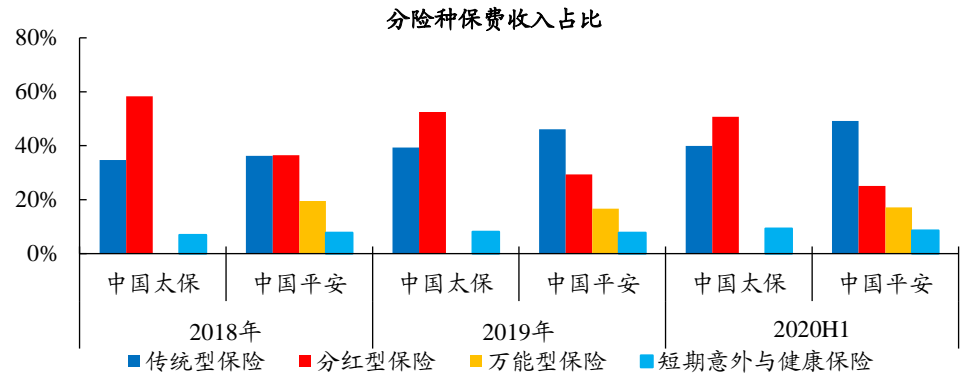


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16: 回归保障本源，长期健康型保险占比持续提升



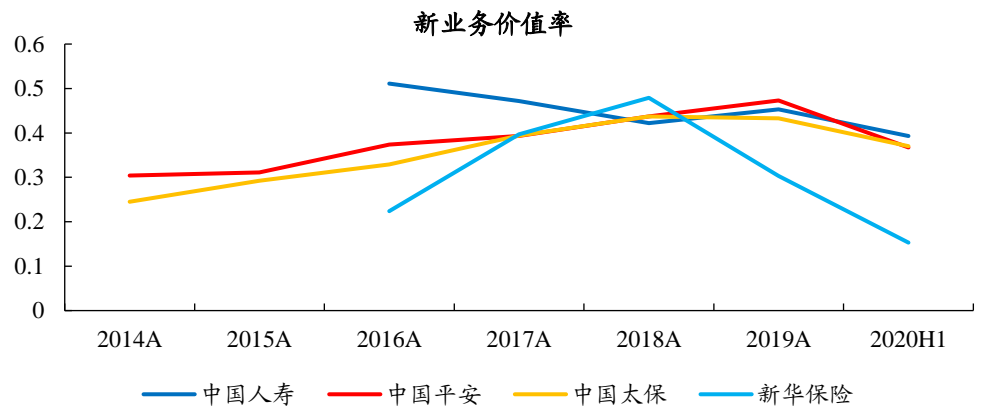
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图17: 中国太保分红型保险占比显著高于中国平安


数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：上述数据未含中国太保税延养老保险年金、中国平安投资连结险数据。

聚焦个险队伍，产品形态可控，新业务价值率维持高位。公司聚焦个险渠道，充分发挥渠道节奏、产品可控的优势，推动产品结构优化，从而提升新业务价值率。新业务价值率自2011年的13.60%连续提升至2019年的43.3%，2020年上半年受疫情影响，各家上市险企分别增大易销售的低价值率产品销售力度，导致新业务价值率有所下滑，中国太保则略有下滑至37.00%，降幅低于中国平安、新华保险。

图18: 中国太保新业务价值率保持高位


数据来源：公司公告、开源证券研究所

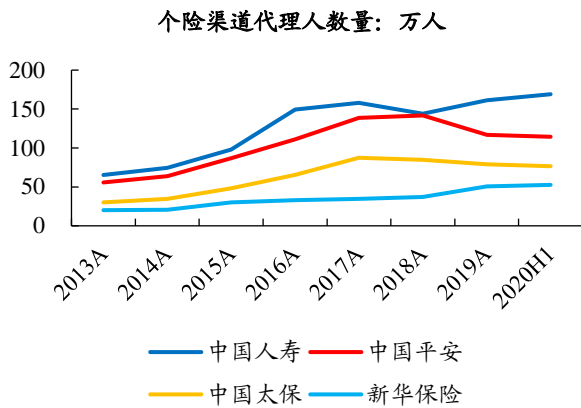
注：中国人寿新业务价值率为个险渠道新业务价值率。

顺应行业发展周期，质、量并举拉动业务发展。中国太保管理层在2017年时注意到了寿险行业即将发生的变革，并在同年的投资者开放日中对个险渠道战略做出阐释：坚持人力规模、人均产能双轮驱动，深化客户经营。自2017年后，将个险渠道经营重心调整至打造三高团队，利用线上线下结合的培训模式、智慧化销售支持及线上线下智慧职场赋能一线队伍，并着力提升队伍产能，控制队伍规模。但受到监管政策影响（2017年134号文），易销售产品下线，导致行业进入新周期。

聚焦价值，长期健康险拉低人均产能。中国太保在队伍经营与产品推动两方面，分别将经营重心调整至提升队伍质量与推动长期健康险，导致队伍数量及月均人均产

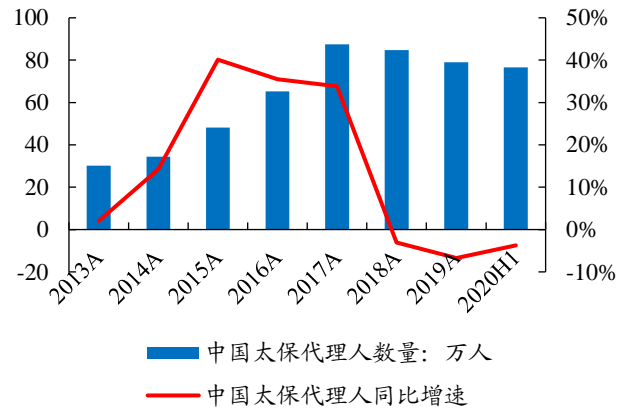
能出现微弱下滑。截至2020H1中国太保代理人规模76.6万人,较年初下降2.4万人,降幅有所收窄,且疫情期间月均人均产能降幅明显修复,较2019年的-9.11%修复至-0.68%。我们认为,中国太保人力规模及产能已经触底企稳,后续反弹可期。

图19: 中国太保寿险代理人规模行业第三



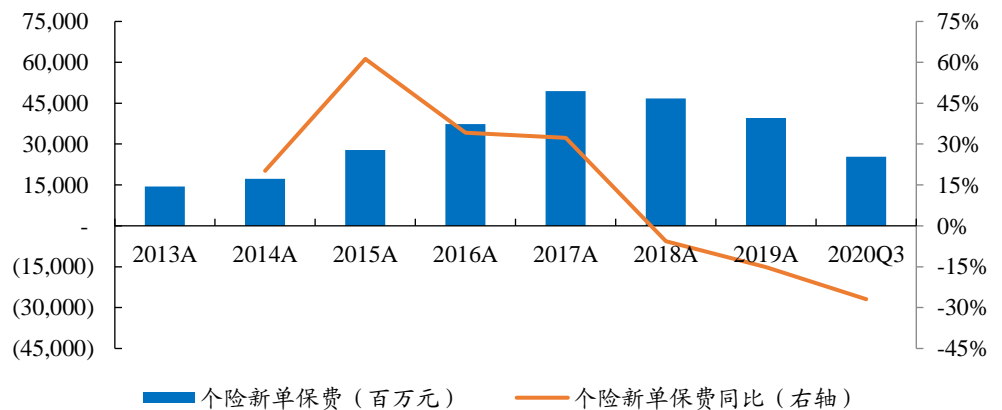
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图20: 2017年后中国太保代理人规模出现下滑



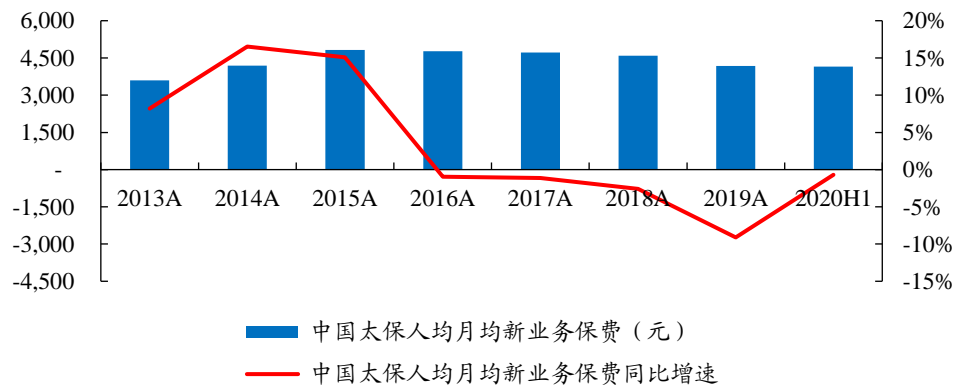
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图21: 受行业周期影响, 2018年后太保寿险个险渠道增长承受较大压力



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图22: 中国太保人均月均新业务保费同比增速有所回暖

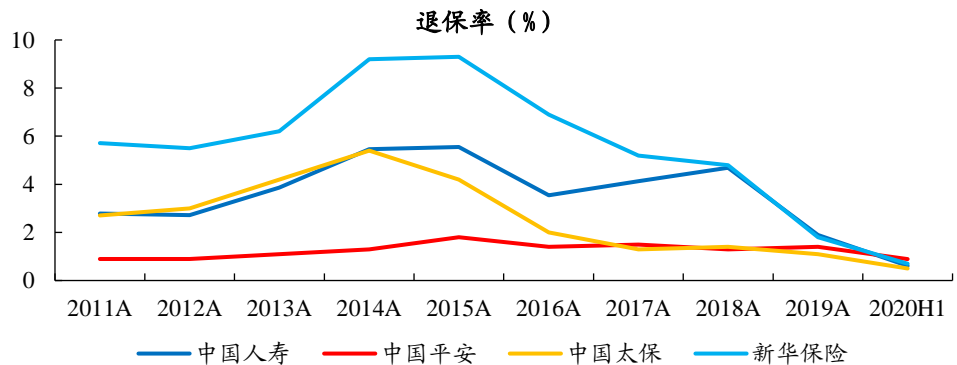


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

注: 2020H1 增速数据计算基数为2019年。

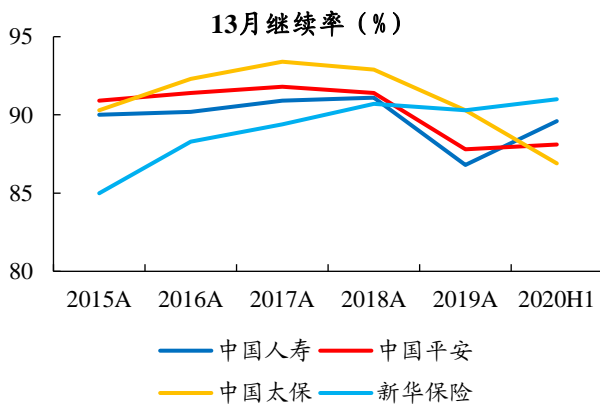
业务品质持续改善，继续率位于行业前列。中国太保自转型 1.0 以来，以客户需求为导向，深化客户经营，业务品质持续改善，位于行业前列，退保率及继续率均领先于上市险企。2020H1 退保率仅为 0.50%，13 月继续率、25 月继续率受新冠疫情影响有所下降，2020H1 分别为：13 月继续率 86.9%（2019 年 90.3%）、25 月继续率 86.7%（2019 年 89.2%），25 月继续率仍优于上市同业。

图23: 中国太保业务品质优秀，退保率保持行业最低



数据来源：公司公告、开源证券研究所

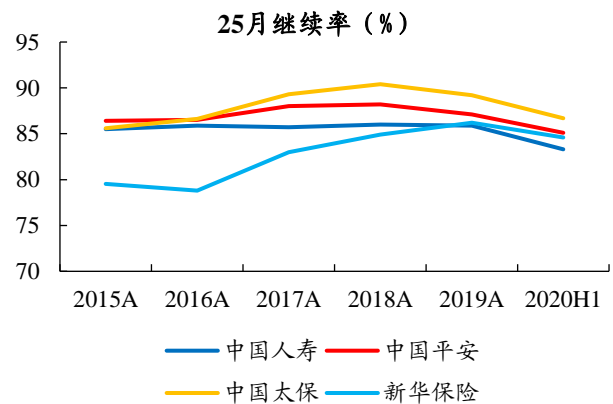
图24: 受疫情影响 13 月继续率有所下滑



数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：中国人寿为 14 月继续率。

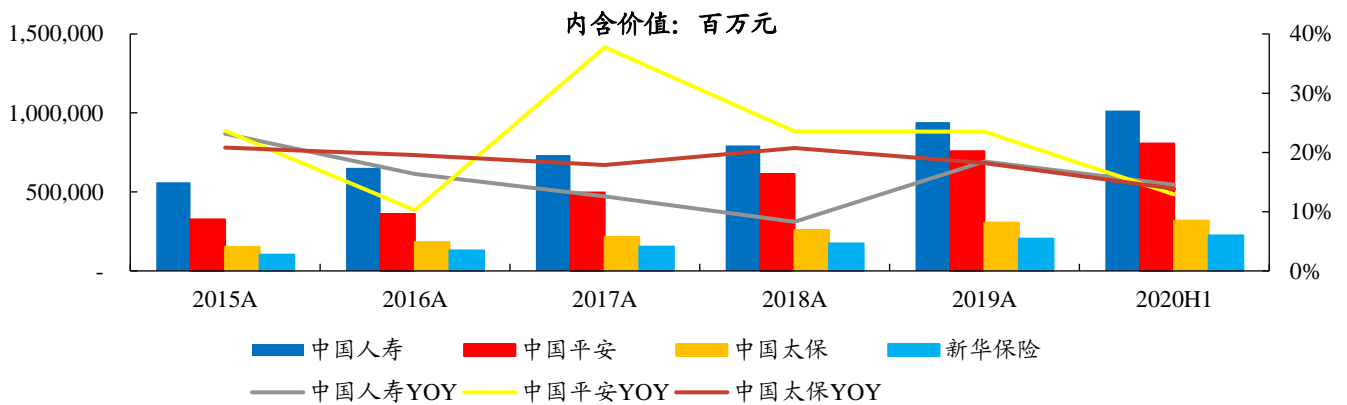
图25: 中国太保 25 月继续率明显优于上市同业



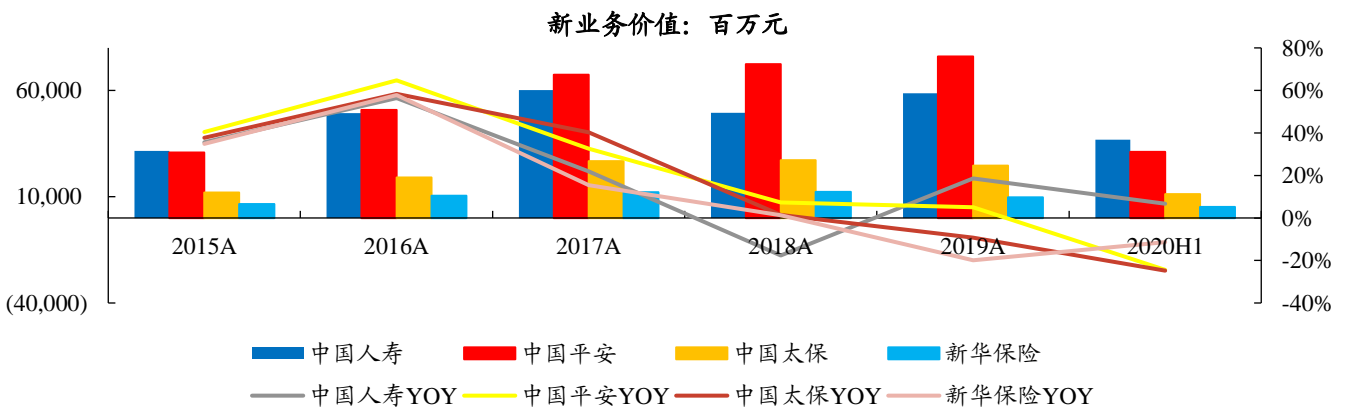
数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：中国人寿为 26 月继续率。

内含价值稳定增长，新业务价值略有承压。伴随着业务发展，中国太保内含价值稳定增长，同比增速保持中游，自 2015 年至今，仅 2020H1 内含价值同比增速低于 +15.00%，为 +13.88%。新业务价值增长受行业步入新周期及新冠疫情影响，2019 年同比增速为 -9.30%，2020H1 为 -24.78%，但在宏观经济复苏及人力、产能见底的情况下，新业务价值整体趋势有望改善。

图26: 中国太保内含价值平稳增长


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图27: 受行业周期影响, 中国太保新业务价值近年增长承压


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

寿险行业步入新周期, 转型 2.0 提供新动能。随着我国寿险行业的不断发展, 客户的保险需求逐步释放, 对销售渠道的专业程度要求不断提高, 中国太保转型 2.0 阶段在队伍、服务、运营、科技等方面加大投入, 推动队伍升级、服务增值、科技赋能服务, 从而提升客户体验。与此同时, 中国太保围绕保险产业链, 打造“保险+健康+养老”生态圈, 以“太保家园”为载体, 为客户提供健康、养老服务, 发挥协同作用, 为未来新增长打开想象空间。

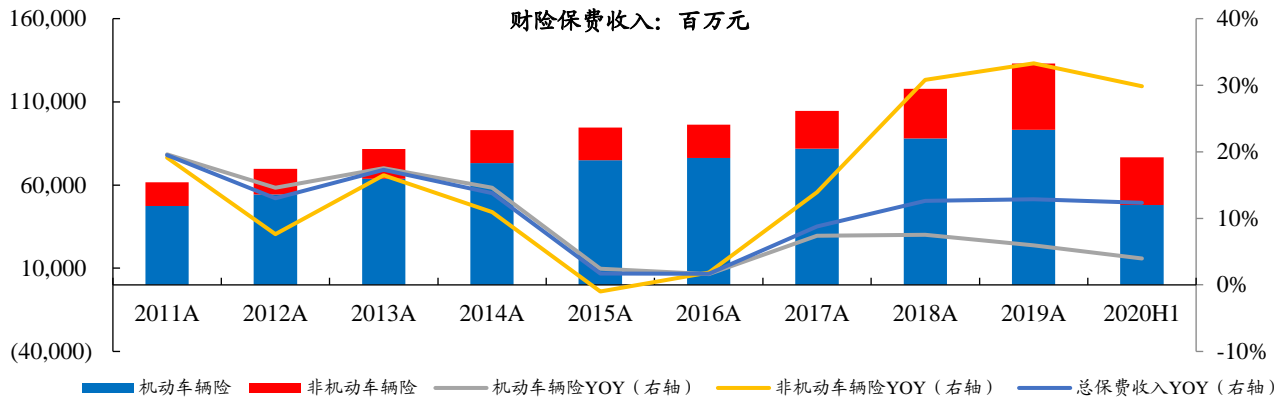
行业复苏叠加管理层高度重视, 2021 年保费有望改善。边际上看, 我们认为队伍规模及人均产能已经触底企稳, 随着经济复苏, 保险行业有望进入顺周期, 太保寿险聚焦个险的策略有望带来保费及价值的增量, 2021 年保费收入有望改善; 叠加 2021 年开门红于 2020 年 10 月初启动, 为上市险企中最早, 此举表明管理层对 2021 年的业务达成有所诉求。从底盘改善到管理层诉求提升, 太保寿险 2021 年表现可期。

2.2、不断创新科技应用, 财险拥抱数字化流程

车险业务持续增长, 财险保费收入持续提升。中国太保财险行业地位稳固, 保费收入持续增长。车险积极应对外部环境变化, 坚持品质管控, 建立续保管理机制、数

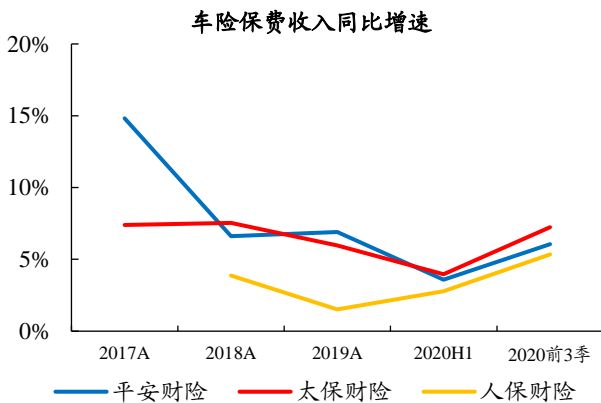
数字化渠道，提升定价、客户服务、风险管控及成本管控四方面能力，在市场化进程中不断夯实车险“压舱石”地位，持续提升非车险“顶梁柱”关键作用。2016年至2019年，车险年化复合增长率达到6.96%，非车险达到25.70%，总保费达到11.38%。车险、非车险共同拉动太保财险同比增长领先同业。

图28: 太保财险非车险保费收入持续高速增长



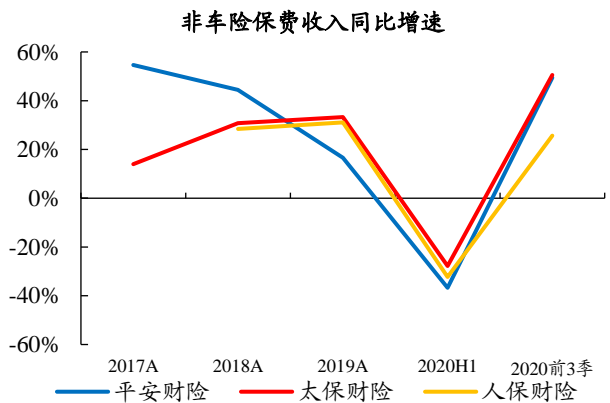
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图29: 太保财险车险保费收入同比快于同业



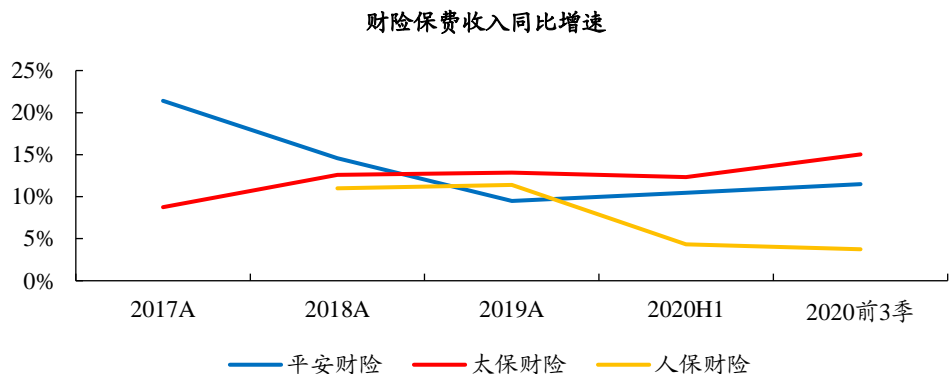
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图30: 太保财险非车险同别增速领先同业



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

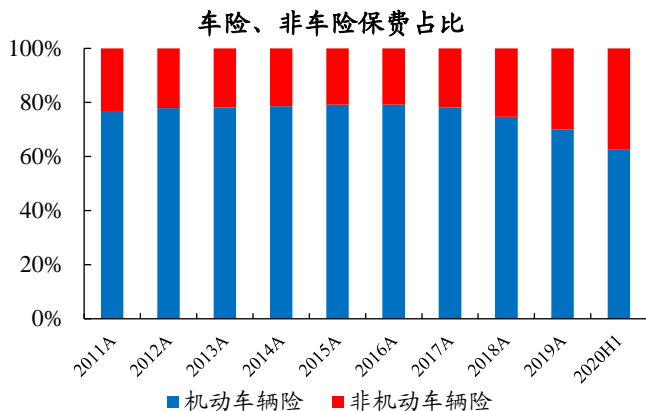
图31: 受车险、非车险拉动, 太保财险保费收入同比增速优于同业



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

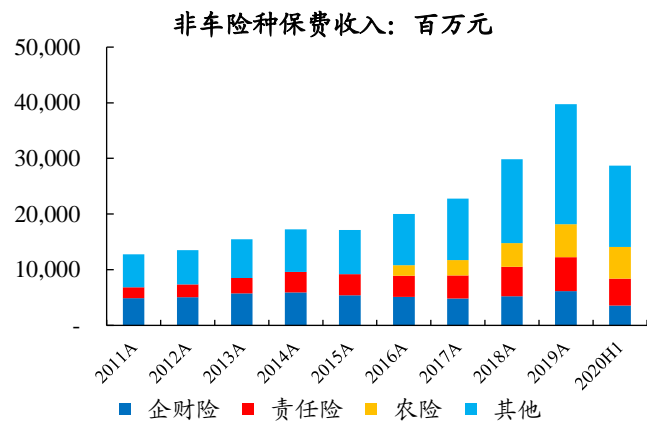
车险+非车险双轮驱动，业务进入良性发展。车险费改已于2020年9月19日正式实施，预期赔付率由65%提升至75%，利润空间受到压缩，据银保监会披露车均保费由3700元/辆下降至2700元/辆，降幅达27.03%，我们预计，保费下降将对财险行业车险业务造成较大压力。但中国太保应对车险费改动作超前，通过快速推动非车险业务，拉升非车险业务占比，太保财险非车险业务占比自2016年的21%提升至2020H1的37%。另一方面，太保产险紧跟宏观形式走向，积极相应国家号召，把握外部增长机遇，责任险及农险保费快速，有力补充车险费改可能带来的保费收入冲击。自2016年以来，农险年化复合增长率达到46%。

图32: 非车险保费占比明显提升



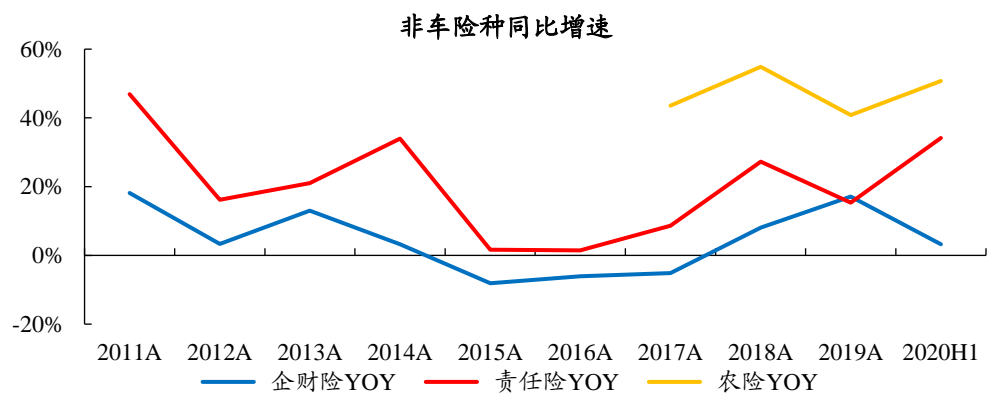
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图33: 责任险、农险保费收入有所提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图34: 近年来责任险及农险同比增速较高，拉动非车险保费快速提升

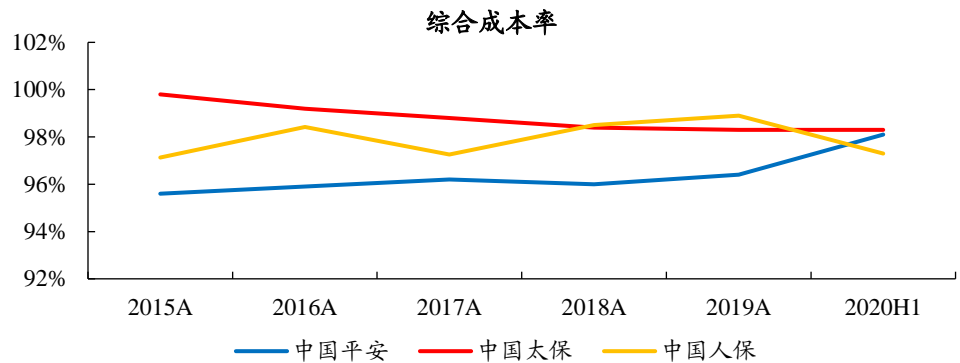


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

综合成本率稳中有降，科技赋能有效压降赔付。太保财险综合成本率平稳下降，保持行业领先。1)科技赋能风险管控，形成常态化品质监控计值、建立风险防控体系，促使整体业务品质持续改善；2)以“科技减损”为核心，运用多种科技做到智能减损，降低出险率：据2018年披露数据，智能减损服务“太好保”已在团体车险客户中安装1.4万余台，安装车辆出险率下降39%，人伤死亡率下降47%，万台车死亡案件由46宗下降为5宗，降幅为89%，成果显著。风控及减损共同作用促使综合赔付率下降。中国太保2015年综合赔付率为64.8%，为三家上市险企中最高，2020H1

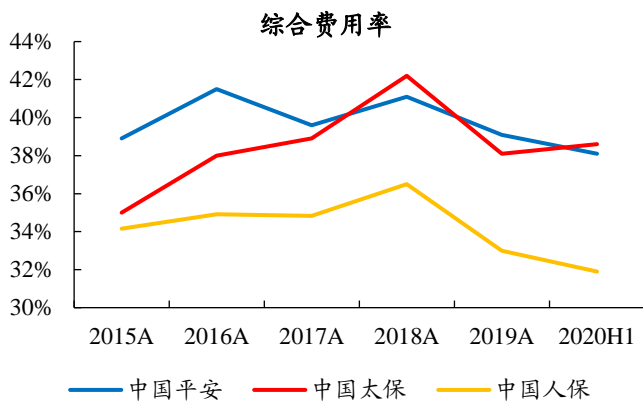
综合赔付率已降至 59.7%，为上市险企中最低。

图35: 中国太保综合成本率持续下滑



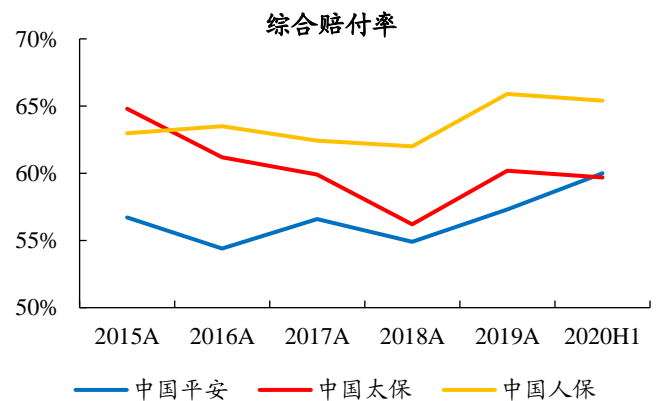
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图36: 中国太保综合费用率略有波动



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图37: 中国太保综合赔付率呈下降趋势

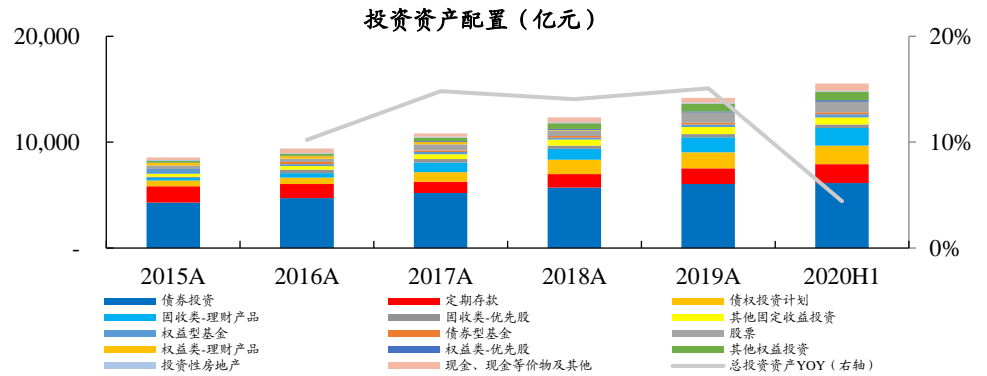


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

双轮驱动叠加科技赋能，太保财险发展可期。中国太保非车险业务占比逐步提高，减轻车险费改所带来的车均保费下滑造成的压力，并且紧抓农险、责任险等外部机遇，促进“车与非车”深度融合，财险业务双轮驱动，实现业务良性发展。太保财险科技应用于业务，建立“太好保”主动风控体系，做到风险事件事前预防，降低出险率，不仅利于公司经营，更能帮助客户有效规避风险。在财险行业逐步发展壮大同时，中国太保外部强壮政策发展机遇，内部增强持续创新能力，有望进一步提升行业竞争力。

2.3、投资风格持续稳健，债券配置比例高于行业平均

积极配置长久期债券，投资风格稳健。中国太保投资风格稳健，在战略资产配置的牵引下，能够加强战术资产配置，在债券类等固定收益型资产打底的情况下，积极把握市场机遇，适时增减配权益类资产，创造一定的收益。债券投资占投资资产比例为 39.53%，超过行业 34.63%（2020H1）平均水平，固定收益类资产逐步由 82.00% 降至 79.46%（2020H1），权益类投资比重已达 15.54%（2020H1）。未来，中国太保将在考虑流动性安全的情况下增配优质非标投资，进一步增强投资收益。

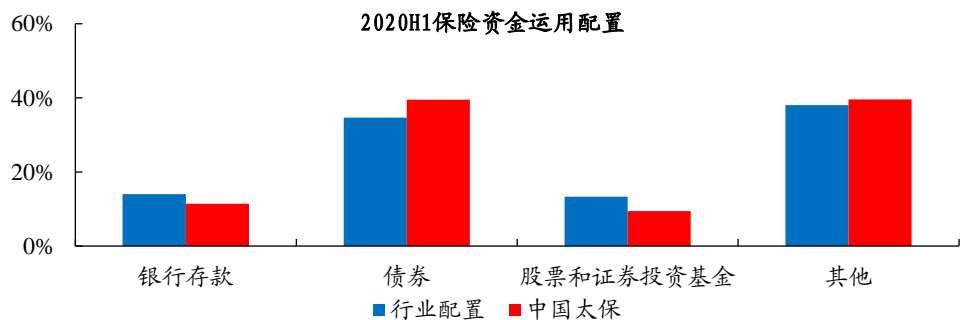
图38: 债券投资占中国太保投资资产较大比例


数据来源：公司公告、开源证券研究所

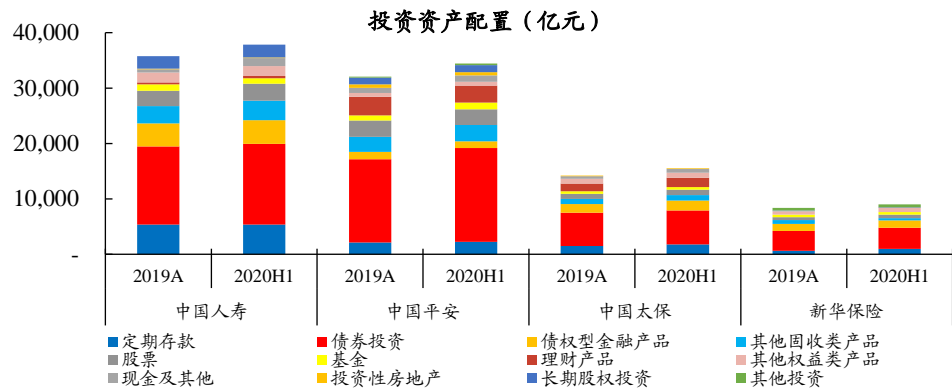
表5: 中国太保投资风格稳健，债券投资占比较高

投资资产配置占比 (%)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020H1
债券投资	50.40%	50.02%	48.19%	46.28%	42.64%	39.53%
定期存款	18.07%	14.04%	9.62%	10.41%	10.41%	11.41%
债权投资计划	6.21%	6.52%	8.59%	10.87%	10.67%	11.38%
固收类理财产品	2.95%	4.67%	8.29%	8.41%	9.96%	10.78%
固收类优先股	1.38%	3.40%	2.96%	2.59%	2.25%	2.06%
其他固定收益投资	2.99%	3.60%	4.18%	4.54%	4.52%	4.30%
权益型基金	5.38%	1.99%	1.94%	1.52%	1.86%	1.95%
债券型基金	0.00%	2.06%	1.49%	1.17%	1.28%	1.14%
股票	3.94%	3.31%	5.45%	4.14%	6.38%	6.35%
权益类理财产品	3.01%	2.42%	1.90%	0.58%	0.05%	0.09%
权益类优先股	0.26%	0.48%	0.72%	0.63%	0.96%	0.89%
其他权益投资	1.84%	2.04%	3.09%	4.49%	5.11%	5.12%
投资性房地产	0.74%	0.92%	0.81%	0.69%	0.58%	0.52%
现金、现金等价物及其他	2.83%	4.53%	2.78%	3.68%	3.32%	4.48%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图39: 中国太保债券投资配置比例较行业平均更高，投资风格稳健


数据来源：银保监会、开源证券研究所

图40: 中国太保固收类投资占比与上市同业接近


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

注: 以上数据根据各公司披露数据进行可比处理, 理财产品及基金未分固收及权益。

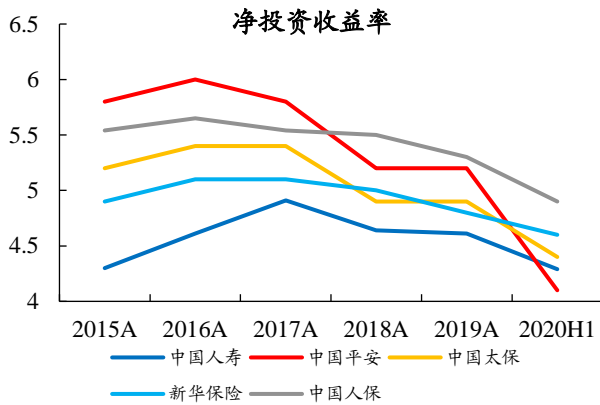
表6: 中国太保固收类投资占比与上市同业接近, 权益类相对略低

投资资产类别	中国人寿		中国平安		中国太保		新华保险	
	2019A	2020H1	2019A	2020H1	2019A	2020H1	2019A	2020H1
占比 (%)								
定期存款	14.97%	14.18%	6.57%	6.55%	10.41%	11.41%	7.63%	10.61%
债券投资	39.46%	38.51%	46.87%	49.23%	42.64%	39.53%	42.65%	42.69%
债权型金融产品	11.61%	11.33%	4.13%	3.51%	10.67%	11.38%	15.03%	14.84%
其他固收类产品	8.77%	9.27%	8.48%	8.49%	6.77%	6.36%	7.90%	4.06%
股票	7.74%	8.06%	9.21%	8.25%	6.38%	6.35%	6.65%	7.37%
基金	3.31%	2.62%	2.86%	3.57%	3.14%	3.09%	5.53%	5.23%
理财产品	0.91%	1.02%	10.47%	8.93%	10.01%	10.88%	0.00%	0.00%
其他权益类产品	4.99%	4.84%	2.10%	2.00%	6.07%	6.01%	6.52%	7.89%
现金及其他	1.67%	3.80%	2.98%	3.23%	3.32%	4.48%	1.40%	1.31%
投资性房地产	0.34%	0.36%	1.90%	1.74%	0.58%	0.52%	0.00%	0.00%
长期股权投资	6.24%	6.02%	3.75%	3.75%	0.00%	0.00%	0.59%	0.55%
其他投资	0.00%	0.00%	0.68%	0.76%	0.00%	0.00%	6.10%	5.45%
总计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

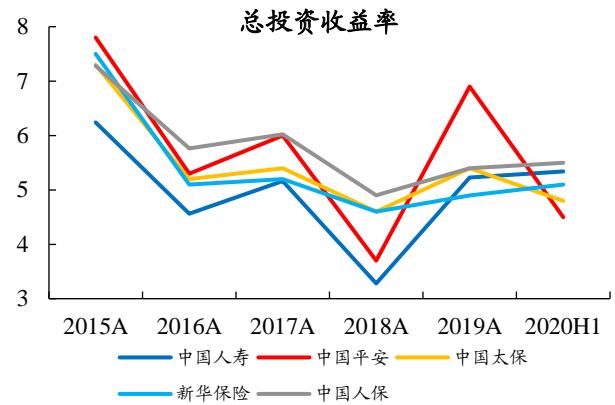
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

注: 以上数据根据各公司披露数据进行可比处理, 理财产品及基金未分固收及权益。

投资收益率总体保持稳定, 近年来净投资收益率略有下行。因宏观利率下行趋势已经显现, 各家险企净投资收益率出现下滑, 但由于对信用风险持审慎态度, 中国太保净投资收益率下滑较快。中国太保权益市场回撤及风险管理能力较强, 总投资收益率保持稳定, 未出现大幅波动, 波动幅度小于同业。2020H1, 受宏观经济影响, 净投资收益率出现下行为 4.40%, 受可供出售类投资资产公允价值变动及计提投资资产减值准备影响, 2020H1 总投资收益率有所下行为 4.80%, 但波动小于上市同业。

图41: 净投资收益率出现下行


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图42: 总投资收益率保持相对平稳


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

险资投资范围逐步放松, 投资收益有望迎来新机遇。2020年以来, 银保监会相继出台政策放宽险资投资范围: 1) 得益于中国太保偿付能力充足, 权益类投资上限自30%上调至35%, 当前虽较上限仍有一定空间, 但也为未来投资收益的提升创造了想象空间; 2) 保险公司财务性股权投资通过“负面清单+正面引导”的形式进行放开, 为保险公司股权投资提供资产配置新渠道, 或将进一步提振险资投资收益。

3、盈利预测与投资建议

3.1、盈利预测

盈利预测核心假设:

- 我们预计, 太保寿险新业务价值率小幅反弹, 2020-2022年分别为37.00%、38.00%、40.00%, 队伍规模同比增速分别为-3.00%、+3.00%、+3.00%, 月均人均新单期交保费产能同比增速分别为-5.00%、+7.00%、+7.00%, 月均人均新单趸交保费产能同比增速分别为+20.00%、+10.00%、+10.00%。基于以上核心假设, 我们预计寿险新业务保费同比增速分别为-5.96%、+11.05%、+13.30%, 寿险保费收入同比增速分别为+5.72%、+6.36%、+7.80%。
- 太保财险受到车险费改向下压力与科技创新、农险、责任险快速提升相互作用影响, 2020-2022年同比增速分别为+9.33%、+9.74%、+9.71%。
- 资产端投资收益率保持稳定, 总投资收益率2020-2022年分别为5.00%、5.00%、5.00%。
- 内含价值假设风险贴现率11.00%保持不变, 长期投资回报假设5.00%保持不变。

基于以上假设, 我们预计公司2020-2022年归母净利润285.42亿、425.54亿、470.66亿, 分别同比+2.89%、+49.09%、+10.60%, 受提取保险责任准备金变动影响, 2021年同比增速有所提升; 新业务价值分别为216.27亿、249.60亿、299.27亿, 分别同比-12.07%、+15.41%、+19.90%; 集团内含价值分别为4584.86亿、5383.04亿、6310.46亿, 分别同比+15.78%、+17.41%、+17.23%。

表7: 中国太保盈利预测: 疫情后恢复迅速

利润表 (百万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	319,809	354,363	385,489	412,622	449,147	490,996
YOY	19.77%	10.80%	8.78%	7.04%	8.85%	9.32%
已赚保费	263,554	299,724	313,246	333,455	358,524	388,884
保费业务收入	281,644	321,895	347,517	370,042	398,488	432,615
YOY	20.35%	14.29%	7.96%	6.48%	7.69%	8.56%
投资净收益	51,946	53,477	67,762	76,316	87,579	98,824
公允价值变动净收益	1,443	-2,168	801	-	-	-
汇兑净收益	-140	53	56	-	-	-
其他业务收入	2,814	3,117	3,484	2,851	3,044	3,288
营业支出	298,786	326,108	357,422	373,625	391,055	426,755
退保金	10,168	12,641	11,104	12,570	14,530	16,478
赔付支出	94,786	107,216	128,541	108,303	120,737	133,797
减: 摊回赔付支出	-7,723	-9,434	-10,858	-10,961	-12,105	-13,334
提取保险责任准备金	105,558	105,078	122,776	154,526	150,114	161,906
减: 摊回保险责任准备金	-1,605	-320	-1,490	-1,342	-1,303	-1,405
手续费及佣金支出	47,281	56,251	46,853	50,286	54,151	58,789
管理费用	36,293	39,943	45,439	44,868	48,705	53,113
减: 摊回分保费用	-5,770	-5,437	-7,418	-	-	-
其他业务成本	8,778	6,764	7,965	15,376	16,225	17,411
营业利润	21,023	28,255	28,067	38,997	58,092	64,241
加: 营业外收入	186	103	82	32	32	32
减: 营业外支出	107	350	183	132	132	132
利润总额	21,102	28,008	27,966	38,897	57,992	64,141
减: 所得税	6,111	9,574	-388	9,724	14,498	16,035
净利润	14,991	18,434	28,354	29,173	43,494	48,106
减: 少数股东损益	329	415	613	631	940	1,040
归属于母公司所有者的净利润	14,662	18,019	27,741	28,542	42,554	47,066
YOY	21.61%	22.90%	53.95%	2.89%	49.09%	10.60%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表8: 内含价值变动表

内含价值 (百万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
寿险业务期初内含价值	181,603	214,037	258,428	305,522	351,407	406,143
内含价值预期回报	17,540	20,792	23,924	26,727	31,430	37,090
一年新业务价值	26,723	27,120	24,597	21,627	24,960	29,927
YOY	40.34%	1.49%	-9.30%	-12.07%	15.41%	19.90%
投资收益差异	883	231	5,042	-	-	-
营运经验差异	1,890	-172	3,815	-	-	-
评估方法、假设和模型的变化	-2,296	-1,085	-505	-	-	-
分散效应	3,736	2,827	2,602	2,522	2,911	3,490
市场价值调整变化	-3,447	3,001	215	-	-	-
股东股息	-12,630	-8,420	-12,630	-12,995	-19,374	-21,428

内含价值 (百万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
其他	34	97	34	-	-	-
寿险业务期末内含价值	214,036	258,428	305,522	351,407	406,143	471,176
YOY	17.86%	20.74%	18.22%	15.02%	15.58%	16.01%
集团其他业务期初经调整的净资产价值	69,315	78,336	85,427	99,138	116,792	143,039
内含价值评估标准影响	-	-	-	-	-	-
利润分配前净资产价值变化	17,304	13,581	22,473	29,173	43,494	48,106
利润分配	-6,656	-7,474	-9,062	-11,669	-17,398	-19,242
市场价值调整变化	-1,628	985	300	151	151	151
集团其他业务期末经调整的净资产价值	78,335	85,428	99,138	116,792	143,039	172,054
少数股东权益调整	-6,203	-7,714	-8,672	-9,713	-10,878	-12,184
截至期末集团内含价值	286,168	336,142	395,988	458,486	538,304	631,046
YOY	16.36%	17.46%	17.80%	15.78%	17.41%	17.23%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、可比公司估值分析

估值明显低于可比公司。从下表数据可得，3家可比保险公司 P/EV 高于中国太保，中国太保、新华保险同为 0.85，并列 P/EV 估值最低。从 P/B 看，中国太保仍处 5 家上市险企中较低位置。

表9：中国太保估值明显低于其他上市险企

证券代码	证券简称	股票价格		EPS		BVPS		P/B		EVPS	P/EV
		2020/11/26	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2019A	2020E	2020H1	2020H1
601628.SH	中国人寿	41.98	2.05	1.85	2.18	14.01	15.00	3.00	2.80	35.94	1.17
601318.SH	中国平安	89.15	8.41	7.24	8.86	36.83	41.60	2.42	2.14	68.77	1.30
601601.SH	中国太保	37.85	3.06	3.03	4.52	19.69	23.42	1.92	1.62	44.74	0.85
601336.SH	新华保险	61.45	4.67	4.42	5.41	27.07	30.41	2.27	2.02	72.05	0.85
601319.SH	中国人保	6.80	0.51	0.50	0.59	4.14	4.52	1.64	1.51	2.28	2.98

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：中国太保数据为自行预测数据；上述公司（除中国太保外）数据来源于 Wind 一致性预期。

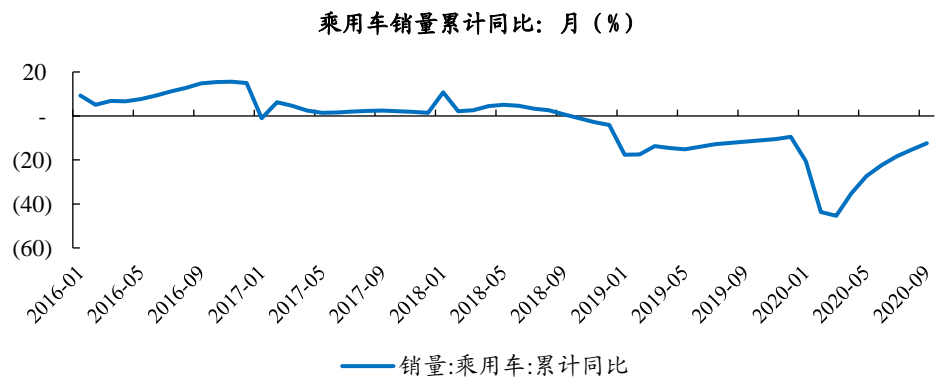
3.3、投资结论

开门红保费改善可期，公司估值具备性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。1) 中国太保已于 2020 年 10 月初启动 2021 年开门红，为最早启动的上市险企，我们预计销售情况良好，且随着转型 2.0 阶段逐步深化，代理人队伍数量、产能企稳回升，开门红保费改善可期。2) 乘用车销量逐步回暖，车险保费有望改善，农险、责任险等业务仍在风口，看好太保财险把握非车险机遇拉动财险保费。3) 资产端随着经济修复，长端利率出现回升，有助于提升投资收益率。4) GDR 发行带来 A 股向下压力逐步出清，A 股溢价率减少套利空间有限。5) 估值处于历史中枢下方，且在可比公司中最低。我们预计 2020-2022 年集团内含价值分别为 4584.86 亿、5383.04 亿、6310.46 亿，分别同比+15.78%、+17.41%、+17.23%。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

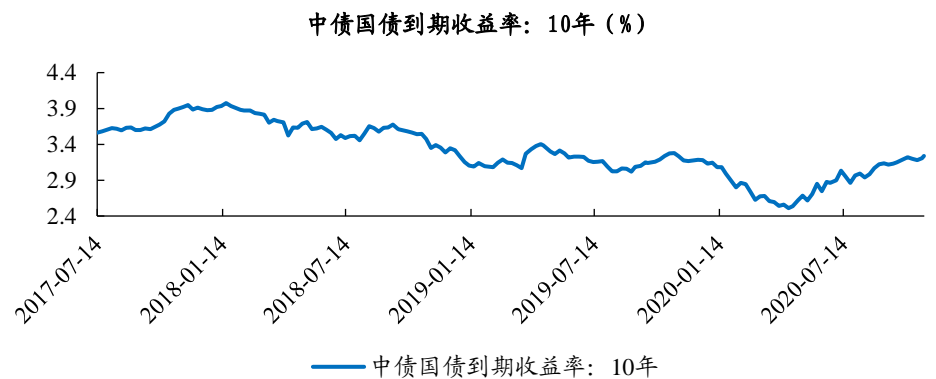
表10: 预计中国太保 2021 年开门红启动时间早于上市同业

上市险企	产品计划名称	产品形态	缴费期间	保障期间	万能险账户/附加险种	上市时间
中国人寿	鑫耀东方	年金+万能	趸交/3年/5年	10年	鑫尊宝(庆典、A、C) 鑫缘宝(乐鑫)	预计 2020 年 10 月 20 日
中国平安	金瑞人生 21	年金+万能 +轻症倍护疾病	3年/5年	10年/15年	聚财宝 20+附加轻症倍护疾 病保险	预计 2020 年 11 月 1 日
中国太保	鑫享事诚	两全+万能	3年/5年	7年	传世管家、传世赢家 财富管家、财富赢家	预计 2020 年 10 月 9 号
新华保险	-	-	-	-	-	预计 2020 年 11 月下旬

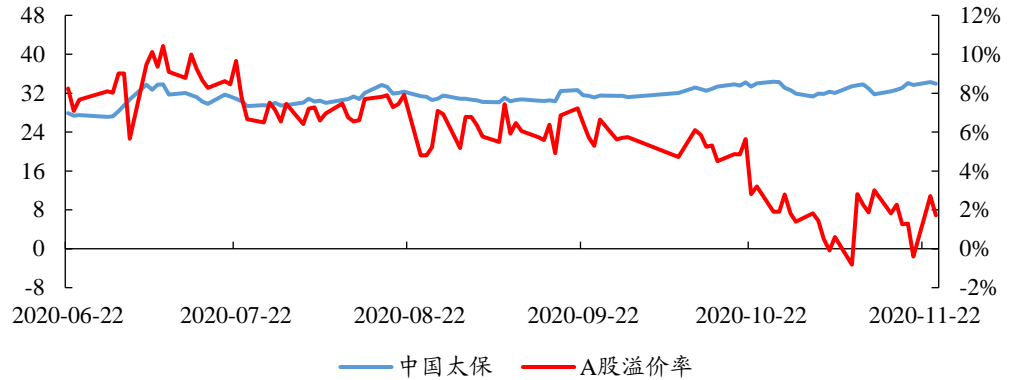
资料来源: 保险师 APP、开源证券研究所

图43: 乘用车销量逐步回暖


数据来源: Wind、开源证券研究所

图44: 十年期国债收益率逐步回升至 3.2%附近


数据来源: Wind、开源证券研究所

图45: 中国太保 GDR 发行带来 A 股溢价率逐渐减少


数据来源: Wind、开源证券研究所

注: A 股溢价率 = (A 股 - GDR) / A 股

表11: 中国太保 PEV 估值为 A 股上市保险公司最低

证券代码	证券简称	股票价格	EVPS	P/EV
		2020/11/26	2020H1	2020H1
601628.SH	中国人寿	41.98	35.94	1.17
601318.SH	中国平安	89.15	68.77	1.30
601601.SH	中国太保	37.85	44.74	0.85
601336.SH	新华保险	61.45	72.05	0.85
601319.SH	中国人保	6.80	2.28	2.98

数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

4、风险提示

寿险转型 2.0 阶段受阻, NBV 增速低于预期。
长端利率超预期下行, 造成利差损。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
投资资产	1,233,222	1,419,263	1,628,727	1,837,860	2,064,305
其他资产	102,737	109,070	137,788	155,481	174,637
资产总计	1,335,959	1,528,333	1,766,515	1,993,340	2,238,942
未到期责任准备金	49,455	61,975	65,938	72,198	79,108
未决赔款准备金	38,864	42,504	42,464	46,745	51,386
寿险责任准备金	787,284	891,195	1,030,214	1,168,317	1,317,254
长期健康险责任准备金	44,068	72,347	87,122	98,333	110,423
其他负债	262,240	352,383	315,458	356,332	400,491
负债合计	1,181,911	1,420,404	1,541,196	1,741,924	1,958,662
归母权益合计	149,576	178,427	219,827	245,287	273,447
少数股东权益	4,472	4,893	5,493	6,129	6,832
所有者权益合计	154,048	183,320	225,320	251,416	280,280
负债及股东权益总计	1,335,959	1,528,333	1,766,515	1,993,340	2,238,942

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	354,363	385,489	412,622	449,147	490,996
已赚保费	299,724	313,246	333,455	358,524	388,884
保费业务收入	321,895	347,517	370,042	398,488	432,615
投资净收益	53,477	67,762	76,316	87,579	98,824
公允价值变动收益	-2,168	801	-	-	-
其他业务收入	3,117	3,484	2,851	3,044	3,288
营业支出	326,108	357,422	373,625	391,055	426,755
退保金	12,641	11,104	12,570	14,530	16,478
赔付支出	107,216	128,541	108,303	120,737	133,797
摊回赔付支出	-9,434	-10,858	-10,961	-12,105	-13,334
提取保险责任准备金	105,078	122,776	154,526	150,114	161,906
摊回保险责任准备金	-320	-1,490	-1,342	-1,303	-1,405
手续费及佣金支出	56,251	46,853	50,286	54,151	58,789
管理费用	39,943	45,439	44,868	48,705	53,113
其他业务成本	6,764	7,965	15,376	16,225	17,411
营业利润	28,255	28,067	38,997	58,092	64,241
营业外收入	103	82	32	32	32
营业外支出	350	183	132	132	132
利润总额	28,008	27,966	38,897	57,992	64,141
所得税	9,574	-388	9,724	14,498	16,035
净利润	18,434	28,354	29,173	43,494	48,106
减：少数股东权益	415	613	631	940	1,040
归母净利润	18,019	27,741	28,542	42,554	47,066

主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%)					
营业收入同比增长	10.80%	8.78%	7.04%	8.85%	9.32%
已赚保费同比增长	13.72%	4.51%	6.45%	7.52%	8.47%
保费收入同比增长	14.29%	7.96%	6.48%	7.69%	8.56%
归母净利润同比增长	22.90%	53.95%	2.89%	49.09%	10.60%
归母净资产同比增长	8.78%	19.29%	23.20%	11.58%	11.48%
获利能力 (%)					
ROE	11.97%	15.47%	12.95%	17.30%	17.16%
ROA	1.38%	1.86%	1.65%	2.18%	2.15%
ROEV	5.48%	7.16%	6.36%	8.08%	7.62%
价值数据 (百万元)					
新业务价值	27,120	24,597	21,627	24,960	29,927
内含价值	336,142	395,988	458,486	538,304	631,046
每股指标 (元)					
每股收益	1.99	3.06	3.03	4.52	5.00
每股净资产	17.00	20.23	23.42	26.13	29.13
每股内含价值	37.09	43.70	47.66	55.95	65.59
估值比率					
P/B	2.23	1.87	1.62	1.45	1.30
P/EV	1.02	0.87	0.79	0.68	0.58

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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