

中国太保 (601601)

证券研究报告
2020年12月01日

低谷已过，NBV 反转的短期和长期动能兼备

2018 年启动转型 2.0 以来，2018-2020 年太保寿险 NBV 增长较弱，源自转型 2.0 初期的“短期阵痛”，这是当前中国太保的估值处于历史低位的核心原因。2018-2020 年的“主动收缩+积极转型”提供了后续发展动力，积极的开门红策略之下，太保寿险的明年 NBV 增速有望高于同业。长期来看，公司坚持“聚焦价值、聚焦队伍、聚焦赋能”的转型 2.0 战略，转型方向非常坚定。我们判断能打造出“全职化、专业化、精英化代理人队伍”，提供差异化服务的保险公司才可在新时代行业竞争中胜出，太保寿险无疑正走在正确的道路上，既有优良的公司治理与人才储备作为支撑，又有先进同业的正确经验可供参考从而提升自身发展质效，再加上相对先进的大类资产配置能力与投资实力。我们预计转型与发展效果将逐渐显现，预计未来 3-5 年 NBV 增长将提速，2021 年 NBV 同比增速或可达到 18%左右，实现底部反转。

寿险：转型 2.0 打造新周期下三大新动能，新业务价值将重回稳定增长。 中国太保引领了 2010-2017 年的行业转型 1.0 (结构优化)，我们判断公司亦可在启动于 2018 年的行业转型 2.0 (质态优化) 过程中进一步提升。2019 年太保寿险新管理层进一步明确了寿险转型 2.0 的目标及实施路径，即深入实施“三个聚焦”战略，即“聚焦价值、聚焦队伍、聚焦赋能”，打造“队伍升级、服务增值、科技赋能”的新动能。在 2.0 时期，行业面临增员红利消减、市场竞争加剧、客户需求升级等新形势，“提升代理人产能、丰富增值服务、科技赋能”的转型路径是慢提升、内涵式的发展，需要较长时间的布局 and 推动。太保在 2019-2020 年扎实推进了代理人队伍的分层经营，我们预计代理人规模将于 2021 年企稳回升，同时伴随着代理人结构优化及存量代理人产能逐步提升，从而驱动 NBV 回升到平稳增长水平。

财险：非车驱动业务增长，车险综合改革巩固龙头优势。 太保财险目前稳居行业第三，且市占率出现企稳向上趋势。农险利用协同优势持续扩张份额，责任险、健康险等新兴险种全面高增；车险业务在新车销量下滑的背景下实现动能转换，为新续续保提供增量贡献。2015 年以来公司控制业务品质的成效显著，非车险种实现承保盈利，整体综合成本率持续改善。未来车险综合改革将导致车险保费承压，而非车险业务有望保持高增长，成为后续驱动财险保费增长的主要驱动力。盈利能力角度，车险综合改革将使得赔付率提升，但龙头财险公司整体综合成本率有望维持稳定。

资产管理：投资风格稳健，投资收益率波动性小于同业。 太保近几年固定收益类资产占比略有下降，但始终保持在 80%左右；股票及权益型基金配置较少，常年居于上市同业最低位，投资风格稳健。公司的投资收益率在上市公司处于前列，且波动幅度低、稳定性更强。

投资建议：我们应用分部估值法对中国太保进行估值，保守地给予太保寿险 0.9 倍 2021 年 P/EV，给予太保财险 1 倍 PB，得到目标价格为 51.2 元，较目前股价有 33.0% 增长空间，给予“买入”评级。

风险提示：居民收入预期修复不及预期；差异化服务布局进度及带动效果不及预期；保障型产品销售不及预期。

投资评级

行业	非银金融/保险
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	39.85 元
目标价格	51.2 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,845.04
流通 A 股股本(百万股)	6,845.04
A 股总市值(百万元)	272,774.90
流通 A 股市值(百万元)	272,774.90
每股净资产(元)	21.08
资产负债率(%)	88.02
一年内最高/最低(元)	40.86/26.00

作者

夏昌盛	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518110003 xiachangsheng@tfzq.com	
罗钻辉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518060005 luozuanhui@tfzq.com	
舒思勤	联系人
shusiqin@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《中国太保-季报点评:中国太保 3 季报:投资端表现亮眼,负债端仍承压,开门红已拉开序幕,2021 年 NBV 增速有望迎来反转》 2020-10-31
- 2 《中国太保-半年报点评:2020 年中报:营运利润同比+28%大超预期,股息将极具吸引力》 2020-08-24
- 3 《中国太保-公司点评:董事会引入新力量,公司治理水平改善,下半年业绩改善可期》 2020-08-12

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	3198	3544	3851	4287	4726
增长率(%)	8.01%	10.80%	8.67%	11.32%	10.24%
归属母公司股东净利润(亿元)	121	180	298	349	412
增长率(%)	21.61%	22.90%	65.45%	17.22%	18.02%
每股收益(元)	1.62	1.99	3.29	3.86	4.55
市盈率(P/E)	22.93	18.66	11.28	9.62	8.15
P/EV	2.45	2.45	2.25	1.98	1.73

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. 管理机制较优，公司治理结构优化.....	4
2. 转型 1.0：聚焦个险、聚焦期缴，转型成效显著	6
3. 转型 2.0：打造新周期下三大新动能	11
3.1 太保 2.0 的转型目标、路径.....	11
3.2 太保 2.0 转型的优势	12
3.3 太保 2.0 转型进展	14
3.3.1 代理人历经调整期，规模、产能有望在 2021 年企稳回升	15
3.3.2 已构建起“产品+服务”的体系，长期将提升产品差异化竞争力	16
3.3.3 太保经营业绩及转型展望	19
4. 财险：非车驱动业务增长，费改深化龙头效应.....	19
5. 资产管理：投资风格稳健，收益率优于同业	22
6. 盈利预测及估值	24
7. 风险提示.....	26

图表目录

图 1：2010-2018 年太保寿险的个险渠道保费占比	8
图 2：2011-2017 年太保寿险的个险渠道新单保费占比	8
图 3：2009-2018 年太保的个险期交保费及占比	8
图 4：2011-2018 年长期保障型产品占新单保费比例	9
图 5：太保寿险代理人规模及每月人均首年保费收入	9
图 6：太保寿险代理人件均新保单（件）	9
图 7：上市保险公司的新业务价值增速	10
图 8：2011-2018 太保寿险新业务价值率	10
图 9：上市保险 ROEV	10
图 10：上市公司 EV 增速	11
图 11：太保“保险+健康+养老”生态圈	12
图 12：上市公司代理人规模（万人）	14
图 13：中国太保人均首年规模保费	14
图 14：中国太保个险新单保费	15
图 15：中国太保 NBV	15
图 16：绩优代理人规模及占比	15
图 17：代理人人均首年保费（元）	16
图 18：代理人人均收入（元）	16
图 19：“太保蓝本”服务体系	17
图 20：“太保蓝本”医疗特权服务内容	17
图 21：“太保蓝本”医疗服务对接资源	17
图 22：未来 3-5 年高端养老社区城市布局	18
图 23：人保、平安、太保的财险市场份额	20

图 24: 财险保费收入同比增速	20
图 25: 人保、平安及太保财险的车险保费收入同比增速	20
图 26: 太保财险的车险及非车险保费增速	20
图 27: 非车险保费增速对比	21
图 28: 太保非车险业务保费结构	21
图 29: 太保财险的综合成本率	21
图 30: 上市财险公司的综合成本率	21
图 31: 太保集团投资资产规模及增速	22
图 32: 2012~2020Q3 太保投资资产配置情况	22
图 33: 固收类资产配置结构	23
图 34: 上市保险公司净投资收益率	24
图 35: 上市保险公司总投资收益率	24
图 36: 上市保险公司综合投资收益率	24
表 1: 截止 2020 年三季度, 中国太保前十大股东情况	4
表 2: 上市保险公司前三大股东情况	4
表 3: 中国太保董事会成员职务及背景	5
表 4: 太保寿险新任领导班子情况	5
表 5: 截止 2020 年 6 月 30 日, 中国太保管理层持股情况	6
表 6: 2010-2014 年太保集团及寿险在转型 1.0 阶段的发展思路	7
表 7: 太保家园进展情况	18
表 8: 2020/06 太保集团非标类资产的结构和收益率分布	23
表 9: 内含价值变动分析表	24
表 10: 中国太保分部估值	25

1. 管理机制较优，公司治理结构优化

分散化股权结构，上海市国资委管理模式较为先进。公司股权结构较为分散，除香港结算所和花旗银行外，仅有三家机构持股占比超过 5%，分别为申能集团（13.8%）、华宝投资（13.4%）、上海国有资产经营有限公司（5.7%），公司最大的股东为上海市国资委，直接和间接的实际持股比例为 22.1%。上海市国资委的管理模式较为先进，且整体分散化的股权结构有利于发挥制衡作用，为集团管理层带来更大的主观能动性空间，保险业务的执行战略受到股东的影响相对较小。且在聚焦价值的战略导向下，集团考核董事会、董事会考核寿险总公司、寿险总公司再拆解到各个分支机构，自上而下均以价值增长为主要目标。

引入国际资本，有利于改善公司治理结构。太保通过发行 GDR 引进海外长期战略投资者，其中，瑞士再保险作为基石投资者认购 0.29 亿份 GDR，占发行 GDR 总数的 25.9%，占发行后总股本的 1.51%。

表 1：截止 2020 年三季度，中国太保前十大股东情况

排名	股东名称	持股数量（万股）	持股比例（%）	实际控制人
1	香港中央结算(代理人)有限公司	277,270	28.82	-
2	申能(集团)有限公司	132,678	13.79	上海市国资委
3	华宝投资有限公司	128,428	13.35	国务院国资委
4	Citibank, National Association	55,834	5.80	-
5	上海国有资产经营有限公司	54,794	5.70	上海市国资委
6	上海海烟投资管理有限公司	46,883	4.87	财政部
7	中国证券金融股份有限公司	27,109	2.82	-
8	上海久事(集团)有限公司	25,095	2.61	上海市国资委
9	中央汇金资产管理有限责任公司	11,074	1.15	财政部
10	云南合和(集团)股份有限公司	9,187	0.95	财政部
Total		768,352	79.86	

资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 2：上市保险公司前三大股东情况

排名	中国平安	中国太保	中国人寿	新华保险
1	深圳市投控公司 (5.3%)	申能集团有限公司 (13.8%)	中国人寿保险集团(财政部) (68.4%)	中央汇金(31.3%)
2	商发控股有限公司 (3.2%)	华宝投资有限公司 (13.4%)	证金公司 (2.6%)	宝武钢铁集团(12.1%)
3	证金公司 (3.0%)	上海国有资产经营公司 (5.7%)	中央汇金 (0.4%)	证金公司 (3.0%)
合计	11.4%	32.8%	71.4%	46.4%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

董事会成员构成进一步丰富，预计治理结构更趋国际化、市场化。今年太保引入陈然先生、John Robert Dacey 先生、梁红女士为公司董事会非执行董事，引入刘晓丹女士为独立非执行董事。其中：1) 陈然先生为上海欧冶金融信息服务股份有限公司董事、总经理；东方付通信息技术有限公司执行董事、中合中小企业融资担保股份有限公司董事；2) John Robert Dacey 先生为瑞士再保险集团首席财务官、执行委员会委员；3) 梁红女士为高瓴旗下产业与创新研究院院长。此前太保董事会的非执行董事多数来自上海国资体系；4) 刘晓丹女士现任晨壹投资(北京)有限公司总经理，曾任华泰联合证券有限责任公司总裁、董事长。我们判断，太保董事会成员趋于多元化与专业化的背景，将利于公司完善治理机制，提升经营能力，为后续公司业务发展提供战略和资源上的帮助。

表 3：中国太保董事会成员职务及背景

姓名	职务	背景
孔庆伟	董事长	现任本公司董事长,执行董事,太保寿险董事长。孔先生曾任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。
黄迪南	副董事长,非执行董事	现任本公司副董事长,非执行董事,申能(集团)有限公司董事长,上海市电机工程学会理事长。黄先生曾任上海汽轮机厂研究所研究员,科研三组副组长,所长助理,副所长,上海汽轮机厂有限责任公司总经理助理,副总经理,总经理,上海汽轮机有限公司总裁助理,总裁办主任,副总裁,总裁,上海电气(集团)总公司副总裁,总裁,副董事长,于上海证券交易所和香港联合交易所上市的上海电气集团股份有限公司总裁,副董事长,董事长,中国动力工程学会理事长。
孔庆伟	执行董事	现任本公司董事长,执行董事,太保寿险董事长。孔先生曾任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。
傅帆	执行董事	现任本公司总裁,太保资产董事。傅先生曾任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。
陈继忠	独立非执行董事	现任本公司独立非执行董事。陈先生曾任国家计委人事司直属单位干部处处长,国家开发银行人事局副局长,办公厅主任,西安分行行长,陕西分行行长,上海分行行长,国家开发银行首席审计官。
姜旭平	独立非执行董事	现任本公司独立非执行董事,清华大学经管学院市场营销系教授,清华大学现代管理研究中心研究员,清华大学企业管理研究中心研究员。
林婷懿	独立非执行董事	现任本公司独立非执行董事,香港义工工作发展局董事及义务司库。林女士曾任安永会计师事务所顾问,合伙人。
胡家骝	独立非执行董事	现任信溢投资策划有限公司首席执行官,观韬律师事务所(香港)顾问,骐利企业及芳芬集团公司董事,于联交所上市的恒基兆业地产有限公司独立非执行董事,清华大学名誉校董,中华人民共和国司法部中国委托公证人,香港终审法院律师纪律审裁团成员(执业律师),香港证券及期货事务监察委员会之公众股东权益小组委员,收购及合并委员会及收购上诉委员会委员,香港联合交易所有限公司主板及GEM上市复核委员会委员,香港财务汇报局名誉顾问及调查委员会委员。
刘晓丹	独立非执行董事	现任晨壹投资(北京)有限公司总经理,晨壹基金管理(北京)有限公司总经理。刘女士曾任华泰联合证券有限责任公司总裁,董事长,以及纽约证券交易所上市公司AssetMark Financial Holdings, Inc. 董事长。
吴俊豪	非执行董事	现任本公司非执行董事,太保寿险董事,太保产险董事,申能(集团)有限公司金融管理部经理。目前吴先生还担任于上交所和联交所上市的东方证券股份有限公司董事,上海诚毅新能源创业投资公司董事,成都新申创业投资公司董事,上海诚毅投资管理有限公司监事,于上交所和联交所上市的中国光大银行股份有限公司监事,上海申能租赁有限公司监事长,上海中能诚毅股权投资有限公司监事长。
王他学	非执行董事	现任本公司非执行董事,上海国际集团有限公司投资管理一部总经理,上海谐意资产管理公司董事,总经理,上海农村商业银行股份有限公司董事,中航投资控股有限公司董事。
路巧玲	非执行董事	现任中国宝武钢铁集团有限公司财务部总经理,宝武集团广东韶关钢铁有限公司,欧冶云商股份有限公司,宝武装备智能科技有限公司,华宝投资有限公司监事会主席,宝钢集团财务有限责任公司董事,马钢(集团)控股有限公司监事。
周东辉	非执行董事	现任上海海烟投资管理有限公司总经理,于上交所和联交所上市的东方证券股份有限公司非执行董事,海通证券股份有限公司非执行董事。
John Robert Dacey	非执行董事	现任瑞士再保险集团首席财务官,执行委员会委员。Dacey先生曾任麦肯锡(McKinsey&Company)咨询合伙人,丰泰保险(Winterthur Insurance)首席策略官,执行委员会委员,安盛保险集团(AXA)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。Dacey先生亦曾担任新华人寿保险股份有限公司非执行董事。
陈然	非执行董事	现任上海欧冶金融信息服务股份有限公司董事,总经理。目前,陈先生还担任上海欧冶典当有限公司董事长,东方付通信息技术有限公司执行董事,中合中小企业融资担保股份有限公司董事。
梁红	非执行董事	现任高瓴资本集团旗下产业与创新研究院院长。梁女士曾任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委员,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。

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

太保寿险核心管理层已稳定，业务线骨干登场引领 2.0 转型。2018-2019 年太保寿险经历管理层变动，分管个险的副总经理王润东、太保寿险总经理钱仲华、太保寿险董事长徐敬惠先后离职。随着原太保集团财务负责人潘艳红女士上任成为太保寿险总经理，寿险管理层陆续调整到位。随着公司经营管理层机制理顺，各项业务步入新发展轨道。

表 4：太保寿险新任领导班子情况

姓名	职位	履历背景
潘艳红	总经理	1994 年加入太保，曾任太保集团财务负责人，本公司财务部副总经理、总经理、财务副总监、经营委员会执行委员、财务总监、副总经理，太保产险董事等。
王光剑	常务副总经理 (团体业务)	曾任中国太平洋保险公司乌鲁木齐分公司计划财务部副经理、经理，太保寿险乌鲁木齐分公司副总经理、太原分公司副总经理、山西分公司总经理、山东分公司总经理，太保寿险公司经营委员会主

		席助理、副总经理兼合规负责人、首席风险官、监事长等。
周晓楠	副总经理 (风控合规)	1997 年加入太保，曾任太保郑州分公司办公室主任助理、副主任，南阳中心支公司经理，河南分公司总经理助理、副总经理、总经理，太保寿险广东分公司总经理。
魏琳	副总经理 (养老投资)	曾任四川保监局综合管理处副主任、办公室副主任、人事教育处副处长，中国保险（控股）有限公司董事会办公室高级经理，太平集团投资管理部总经理，太平养老产业投资公司总经理等。
戴文浩	副总经理 (个人业务)	曾任太保寿险宁波分公司信息技术部经理、人力资源部经理，太保寿险信息技术部总经理助理、副总经理、总控管理中心总经理、契约部总经理、营运企划部总经理，太保寿险江西分公司总经理、河南分公司总经理兼豫东分公司总经理等。
崔顺心	副总经理 (个人业务)	1993 年加入太保，曾任太保寿险唐山中心支公司副总经理（主持工作）、总经理，河北分公司总经理助理、副总经理、总经理，河南分公司总经理，太保寿险总经理助理等。
叶蓬	副总经理、财务 负责人	曾任美国友邦保险股份有限公司上海分公司稽核部审计员、会计部会计科长，恒康天安人寿保险股份有限公司财务部经理、总会计师、党委委员，长江养老保险股份有限公司财务部总经理、财务副总监、总经理助理、财务负责人、董事会秘书、副总经理等。
陈秀娟	总精算师	1995 年加入太保，曾任太保公司寿险精算部精算处副处长，太保寿险精算部高级专务、总经理助理（主持工作）、副总经理（主持工作）、总经理等。
张树明	副总经理/江苏 分公司总经理	1994 年加入保险业，曾任太保寿险保定中支公司总经理、秦皇岛中支公司总经理，太保寿险河北分公司总经理助理、副总经理，太保寿险甘肃分公司总经理，平安秦皇岛中支公司总经理等。
李敬	总经理助理(战略 企划)	曾任太保寿险总公司团体业务部副处长、处长、发展企划部处长，太保寿险宁波分公司副总经理，太保寿险总公司发展企划部总经理助理、市场部副总经理、总经理，太保寿险四川分公司总经理，太保寿险浙江分公司总经理等。
代传江	总经理助理(个人 业务)	1997 年加入太保，曾任太保寿险毕节中支公司副经理，太保寿险贵州分公司营业总部副经理、个险业务总经理助理、副总经理，太保寿险上海分公司资深副总经理、总经理等。
袁颂文	临时审计责任 人	曾任中国太平洋保险公司稽核部总经理助理、副总经理，审计部副总经理，审计中心/审计一部副总经理（主持工作）、驻天津特派员办事处特派员、华北区审计部总经理等。
潘峰	董事会秘书	曾任太保集团办公室外事处副处长，太保集团行政人事部/行政管理部对外事务高级经理、资深经理，太保集团战略企划部/投资者关系部副总经理、总经理

资料来源：公司官网，天风证券研究所

管理层股权激励领先同业。截止 2020 年 6 月 30 日，太保管理层中潘艳红、俞斌（太保集团副总裁）分别持有公司 113000 股、5900 股，合计持有 11.9 万股。我们认为，高管持股绑定管理层与股东利益，尤其是寿险总经理潘艳红持有公司最多股份，管理层激励机制有望为公司带来更为突出的执行力。

表 5：截止 2020 年 6 月 30 日，中国太保管理层持股情况

高管姓名	职务	持股数量（股）	持股市值（万元）
潘艳红	常务副总裁	113,000	434.8
俞斌	中国太保集团副总裁	5,900	22.7
合计		118,900	457.5

资料来源：公司财报，天风证券研究所；注：2020 年 5 月，因任期届满原因，潘艳红女士不再担任中国太保常务副总裁。

2. 转型 1.0：聚焦个险、聚焦期缴，转型成效显著

2010 年，国内市场利率处于高位，以满足客户理财需求为主的银保产品吸引力明显减弱，同业手续费竞争加剧使得银保业务盈利承压，同时，随着银监会“90 号文”及一系列监管文件的下发，银保业务前期高速增长阶段积累的问题逐步凸显，退保事件频发，银保渠道在业务品质、客户体验等方面的风险进一步暴露，银保业务的经营环境出现重大变化。在这一环境下，太保开启了转型 1.0。

转型 1.0：聚焦营销、聚焦期缴，以客户需求为导向。2010 年太保寿险的银保渠道保费占比超过 50%，若收缩银保业务、调整业务结构，或将直接造成保费收入的大幅下滑，对内难以达成业务规模增长的经营目标，对外又将面临市场地位不保的被动局面。内忧外患之中，太保寿险对市场环境进行了全面研判，开启了价值转型之路，把握行业发展趋势、市场竞争及客户需求变化，太保寿险提出从“以产品销售为导向”到“以客户需求为导向”的转型战略，1.0 转型围绕一条主线、两个聚焦、双轮驱动。“一条主线”是指围绕推动和实现可持续价值增长的主线；“两个聚焦”即聚焦营销（个险）、聚焦期缴；“双轮驱动”指人力健康发展驱动，产能持续提升驱动。自此，太保寿险大力发展高价值的个险期交业务，逐步缩减银保业务，乃至撤销银保渠道。

表 6：2010-2014 年太保集团及寿险在转型 1.0 阶段的发展思路

发展思路	
集团发展理念	推动和实现可持续的价值增长
集团战略转型	产品销售导向→客户需求为导向→客户经营模式升级
寿险发展策略	一条主线（围绕推动和实现可持续价值增长的主线）、两个聚焦（聚焦营销、聚焦期缴）
个险发展策略	一条主线（围绕推动和实现可持续价值增长的主线）、两个聚焦（聚焦营销、聚焦期缴）； 双轮驱动（人力健康发展驱动，产能持续提升驱动）、个人客户经营模式升级 围绕“做强队伍”和“客户经营”实现可持续价值增长

资料来源：和讯网 <http://stock.hexun.com/2013-11-11/159564905.html>，天风证券研究所

太保转型期间给予个险高度的重视和大量资源，具体转型举措包括：

1) **放弃占比过半的银保渠道短期趸交业务，确立了转型的先发优势。**太保于 2014 年撤销银保渠道，将其与原来的团险渠道合并为法人渠道；2015 年将所有需要在银行柜台进行的业务取消，专注于银行后台业务，即可以接入银行后台的业务，例如借款人意外险等。

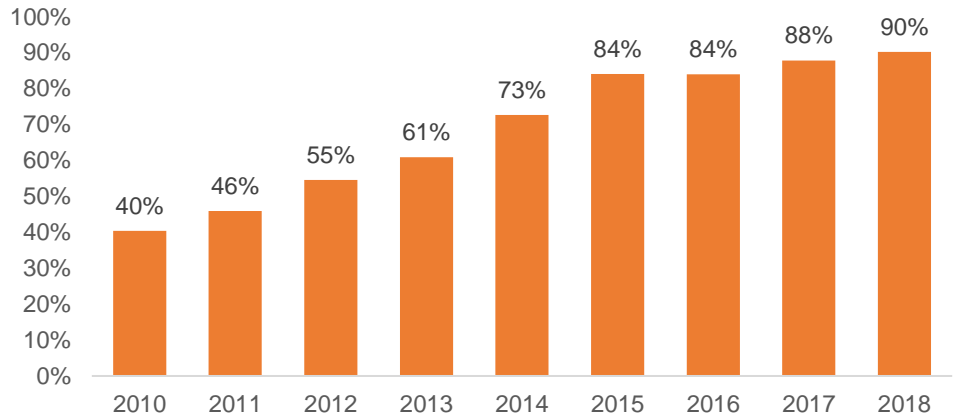
2) **调整组织架构，资源配置向个险渠道倾斜。**为配合前端销售导向的改变，公司的组织架构与经营班子进行了较大的调整，加强在个险渠道的资源配置。2014 年的架构改革中太保寿险设立三大块，分别为个人业务、法人渠道业务及共享平台。太保将个人业务定位为“价值中心”，即为公司创造新业务价值。在个险业务条线运作的基础上，全面整合个人业务销售资源，加强分级授权管理机制，做强做大个险业务。在个险渠道中再细分出传统营销、服务营销和顾问营销等三个子渠道，服务于不同客群。另外，明确所有分公司一把手必须分管个人业务。

3) **采用“健康人海”战术，在基本法、新人财补政策上给予较大投入。**增员方面，加大新人财补补贴差异化力度，向高产能新人倾斜，并锁定城区优质增募对象；留存方面，资源投入向存量人员倾斜，重点推动连续健康和连续绩优人力增长；管理方面，强化出勤管控，优化培训体系。

转型 1.0 成果：新业务价值、业务结构、队伍产能、业务品质四增长。

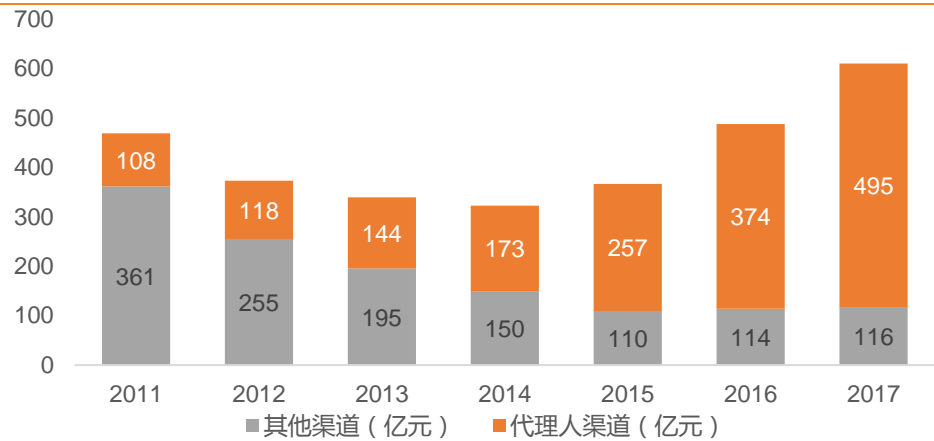
1、**渠道结构：个险渠道保费收入占比从 40%提升至 90%，大个险格局成效凸显。**在转型 1.0 期间，太保重视个险渠道建设，受益于“聚焦营销、聚焦期交”发展策略，太保的大个险格局逐步形成，代理人渠道新保业务快速增长，2011-2017 年复合增速达 28.9%，占比由 2011 年的 23.0%提升至 2017 年 81.0%，个险渠道总保费收入占比从 40%提升至 90%。

图 1：2010-2018 年太保寿险的个险渠道保费占比



资料来源：公司财报，天风证券研究所

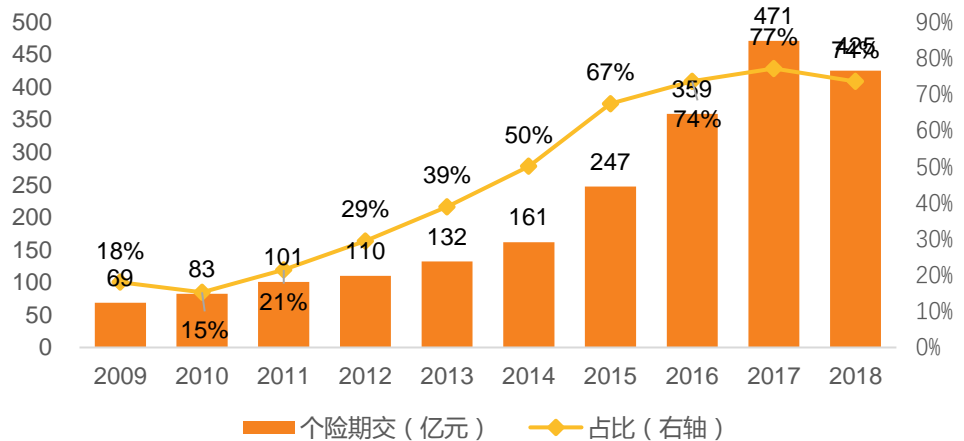
图 2：2011-2017 年太保寿险的个险渠道新单保费占比



资料来源：公司财报，中国太保 2017 年投资者开放日材料，天风证券研究所

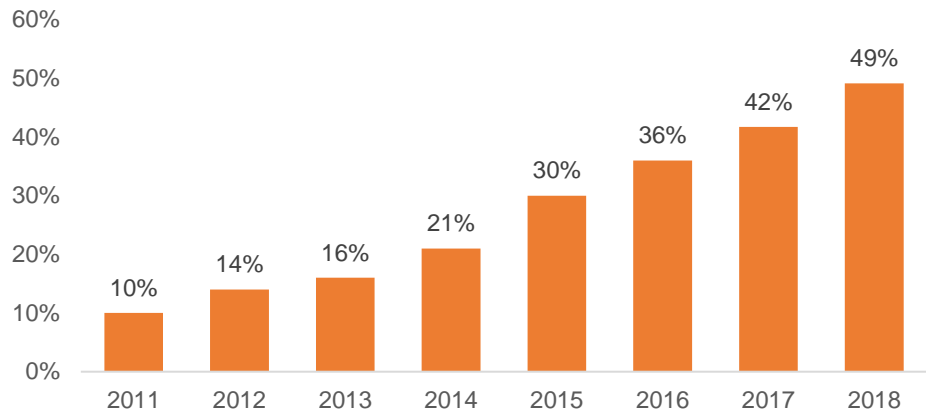
2、期限及产品结构：个险期交业务高速增长；长期保障型占比提升。期限结构方面，转型期太保的个险期交业务高速增长（2010-2018 年复合增长率达 22.5%），个险期间保费占比从 2011 年 21% 提升至 2018 年 74%，驱动寿险新业务价值与价值率持续增长。产品结构方面，太保坚持以长期健康险发展为主，代理人渠道的长期保障型产品增速快于长期储蓄型产品增速，长期保障型产品的新单保费占比大幅提升，由 2011 年 10% 升至 2018 年 49%。

图 3：2009-2018 年太保的个险期交保费及占比



资料来源：公司财报，天风证券研究所

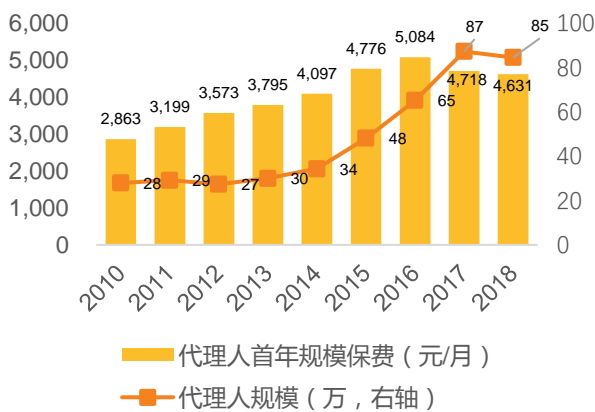
图 4：2011-2018 年长期保障型产品占新单保费比例



资料来源：公司财报，天风证券研究所

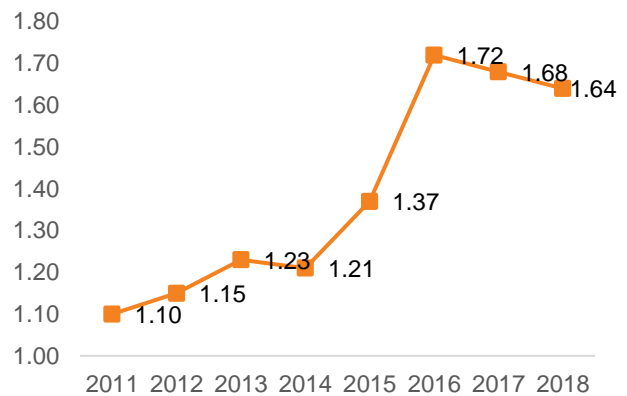
3、代理人量质齐升。代理人每月人均首年保费收入从 2010 年 2863 元升至 2017 年 4718 元，人均新保单从 2011 年 1.10 件升至 2017 年 1.68 件。

图 5：太保寿险代理人规模及每月人均首年保费收入



资料来源：公司财报，天风证券研究所

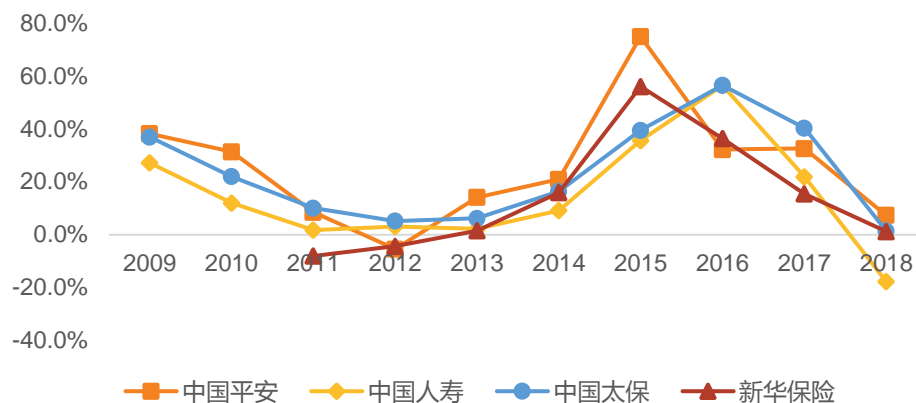
图 6：太保寿险代理人件均新保单 (件)



资料来源：公司财报，天风证券研究所

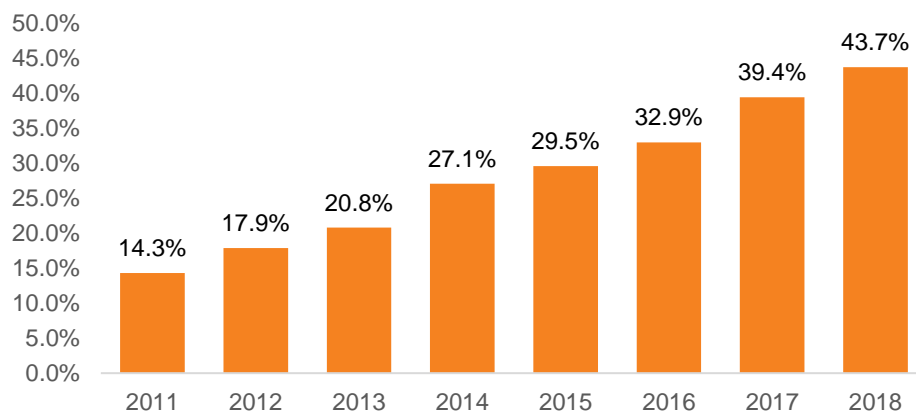
4、新业务价值增速领先同业，新业务价值率持续提升。转型 1.0 以来，太保寿险业务结构和业务质量不断优化，个险渠道保费收入持续增长、个险期缴占比提升、长期保障型业务发展迅速，驱动新业务价值同比增速领先同业，2010-2018 年公司新业务价值复合增长率高达 21.2%，高于国寿（12.1%）、平安（20.5%）、新华（12.6%）；新业务价值率从 2011 年 14.3% 上升至 2018 年 43.7%，领先上市同业。

图 7：上市保险公司的新业务价值增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

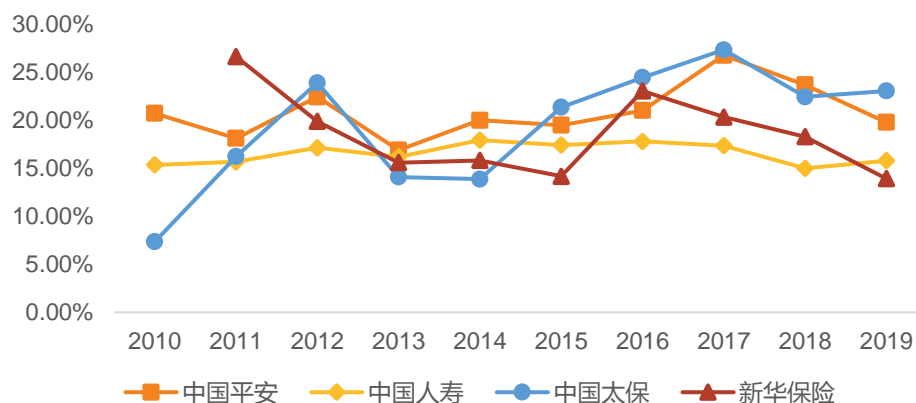
图 8：2011-2018 太保寿险新业务价值率



资料来源：公司财报，天风证券研究所

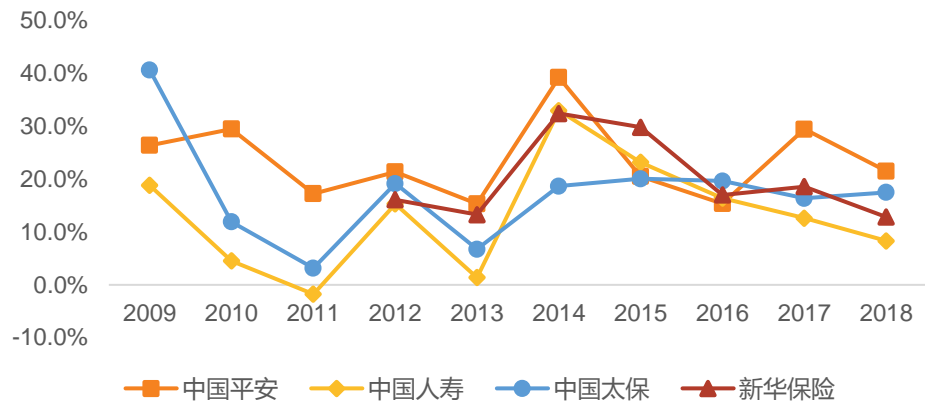
5、EV 及 ROEV 稳定增长。2011 年以来，太保 EV 增长平稳，2011-2018 年集团内含价值 CAGR 达到 16.8%，太保寿险内含价值 CAGR 达 19.8%；2011-2018 年，投资收益差异、营运经验差异年均偏差分别为-4.2、3.11 亿元，平均投资收益偏差率-1.1%、营运经验偏差率 0.19%，精算假设较为谨慎合理。ROEV 保持平稳，2011-2018 年均值为 20.4%，仅次于平安（21.0%），高于国寿（16.8%）、新华（19.2%）。

图 9：上市保险 ROEV



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 10: 上市公司 EV 增速



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

太保寿险“聚焦营销、聚焦期缴”的 1.0 转型成效显著: 虽然太保寿险总保费从 2010 年开始落后于新华, 但是新业务价值优势逐年快速扩大, 转型期间形成大个险格局, 推动价值增长来源根本转变: 大力发展高价值的个险期交业务, 驱动寿险新业务价值与价值率持续增长, 是当之无愧的转型龙头。从本质来讲, 太保转型 1.0 所取得的成绩来源于对行业所处历史方位的清醒认识, 对寿险经营规律逐步深入的理解和遵循, 对价值可持续增长经营理念的坚持, 经受住了市场的检验。

3. 转型 2.0: 打造新周期下三大新动能

3.1 太保 2.0 的转型目标、路径

2018 年, 中国太保启动转型 2.0, 围绕“人才”、“数字”、“协同”、“管控”、“布局”五大关键领域, 目标是“成为行业健康稳定发展的引领者”。五大关键领域具体指: 1) 以“聚才、用才、育才”为核心, 构建战略性人才储备体系和多元化人力资源管理机制; 2) 推动实施“数字太保”, 突破数字体验、数字决策、数字工具、数字人才和领导力四大发展短板; 3) 推动子公司客户、渠道、资源协同共享机制的建设, 形成融合发展; 4) 强化集团战略管控能力, 明晰各级机构职能定位和管理流程, 缩短决策链条, 提升效率; 5) 积极布局健康养老等新领域, 完善保险主产业链条, 优化区域布局, 提升中心城区的市场地位。在集团整体的转型框架下, 2019 年太保寿险新管理层进一步明确了寿险转型 2.0 的目标及实施路径。

寿险 2.0 转型目标: 深入贯彻“三个聚焦”战略, 即“聚焦价值、聚焦队伍、聚焦赋能”。以聚焦价值为方向, 追求价值可持续增长, 目标是新业务价值增长优于上市同业平均水平; 以聚焦队伍为内核, 坚持走高质量的人力发展之路; 以聚焦赋能为支撑, 为高质量发展加油续航。

寿险 2.0 转型路径: 在新周期中着力打造三大新动能, 即队伍升级、服务增值、科技赋能。

队伍升级: 实施队伍分层分类与精细管理, 强化培训和销售支持, 着力建设三支关键队伍, 持续优化队伍结构。 三支关键队伍包括: 核心人力、绩优人力和新生代人力。1) 做大核心人力, 建设一支具备专业能力、收入稳定、长期留存的核心队伍, 核心人力的两个关键词是留存和产能。截至 2019 年 10 月底, 太保 3 年以上留存的人力与连续达成健康人力标准的人力之和大约占比 25%。目标是 3 年后核心人力占比可以提升 40%, 成为整体队伍优化的基础支撑面。2) 做强顶尖绩优, 面向高净值客户市场, 培育一批卓越的作战尖兵, 具备定制保险综合解决方案的专业能力。目标是 3 年后顶尖绩优人才(MDRT 入会代理人)

从 600 人增至 2000 人。3) 培育新生代，打造“90 后”年轻化队伍，顺应新生代客群的需要，奠定可持续发展的基础，目标是 3 年后新生代队伍从 15% 增至 30%。

服务增值：以客户生态圈建设促进服务增值，丰富服务供给，凸显“太保服务”品牌，打造“保险+健康+养老”生态圈，协同保险主业发展。太保以保险产品为载体，进一步扩展和丰富保险产品的内涵和外延，深耕健康养老领域，促进产品、服务和技术的有机融合，为客户提供覆盖全生命周期的“保险+健康”、“保险+养老”综合服务，通过附加高品质服务，为客户创造价值的同时，也成为寿险业务增长的新引擎。

“太保家园”高端养老社区加快布局，“东西并进、南北呼应”，成都、大理、杭州、上海、南京、厦门等项目落地；“太保蓝本”为代表的健康服务体系，逐步覆盖健康咨询、重大疾病绿色通道、在线诊疗、高端医疗服务等多个层面。

图 11：太保“保险+健康+养老”生态圈



资料来源：业绩发布会 PPT，天风证券研究所

科技赋能：强化全流程科技赋能，以人工智能和大数据等新技术为驱动，加强科技赋能，升级智能核保、智能理赔、智能客服等营运服务全流程，全面提升客户服务体验和营运效能。此外，公司大力布局服务场景，已形成了在 AI 和数据方面的“大产品线”和“场景应用”，持续升级核保、理赔、客服等运营服务全流程，全面提升客户服务体验和运营效能。

太保在科技建设方面已打好“地基”，在集团层面实现了“数据统一”和“门户统一”。“数据统一”是集团打造的以个人和团体统一账户体系为核心的客户大数据平台，目前已实现全司客户全量历史数据的迁移整合，利用大数据实时处理技术实现了日增亿级数据的秒级同步。“门户统一”是集团将原先由各子公司研发运营的各类 C 端 APP 应用集成到集团移动统一门户——“太平洋保险 APP”，客户只需下载一个 APP，即可共享太平洋保险多家子公司的便捷服务和客户权益，注册用户超 2000 万。

3.2 太保 2.0 转型的优势

太保转型 2.0 相对于之前 1.0 完成难度更大，在 1.0 转型时期，代理人规模增长带来的新单保费增长，及产品结构优化带来的价值率提升共同驱动新业务价值增长，且正好抓住行业增员的红利期，顺利完成转型。而在 2.0 时期，行业的增员红利消减、市场竞争加剧，太保“提升代理人产能、丰富增值服务、科技赋能”的转型路径是慢提升、内涵式的发展，需要较长时间的布局 and 推动，在转型中需要强有力的战略定力、组织架构、制度和人才保证，以及较好的销售队伍基础。

1、较强的转型战略定力、对行业及寿险发展规律的清晰认知是转型成功的前提。太保寿

险清晰地认识到，寿险行业处于“新周期”，所进行的转型路径应遵循寿险新周期的发展。太保寿险认识到行业正步入以高质量发展为主线的新周期，在需求端，社会财富积累和人口结构变化推动市场需求不断演进，未来高净值、潜在银发消费者、Z 世代将崛起为重要客群，催生新需求，使得消费行为和习惯发生变化。在供给端，销售渠道仍将以专属代理人为主，但呈现多元化趋势，互联网渠道、专业中介等也具有较大的发展空间。太保提出的转型路径适应于行业新周期的变化，如打造三支不同的销售队伍、“产品+服务”来满足不同客群的保险需求。

太保转型成功的重要前提是管理层始终保持转型的战略定力，且管理层始终促进整个团队形成转型的集体共识及定力。2018-2020 年，太保寿险遭遇转型阵痛，但太保管理层始终保持以价值为先、以高质量发展为先的战略导向。在人力规模承压下，坚持优增，加强代理人考勤和培训管控，以及严格清虚；在新保规模承压下，仍坚持稳健的产品策略，不通过高费用投入推动激进产品来快速提升保费规模。

2、从集团到寿险改革组织架构，引进优质人才，为持续转型提供强有力的保障。2018 年以来，太保集团和寿险积极布局转型 2.0，进行了一系列的高管变动和管理结构改革，为转型蓄力。2018 年中国太保启动了上市以来集团总部层面的组织架构改革，打造“协同价值型总部”，改变了以前的一二级部建制，整体组织架构更加扁平，例如在总部层面成立了九大中心，包括战略管理、协同发展、科技运营、投资管理等；同时成立了资产负债管理、财务等五个集团层面的专业委员会。组织架构改革坚持目标导向和问题导向。2019 年寿险也相应的成立了科技赋能中心，将集团的寿险科技团队前置到寿险公司。

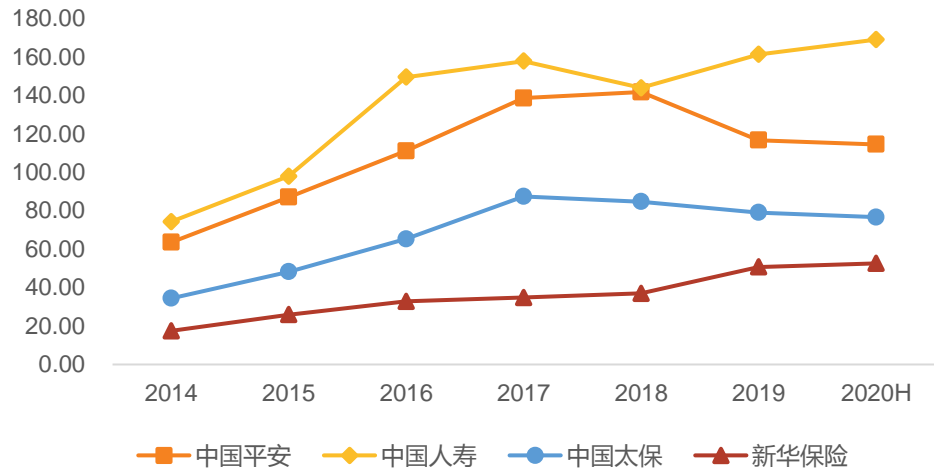
2018 年中国太保董事会完成新一轮高管布局，推进市场化选聘职业经理人，完善经营层结构，大幅优化公司管理层年龄和专业结构。同时，太保通过引进外脑、内部公开选聘等市场化人才选拔机制，一大批年轻、专业人才走上关键管理岗位。例如，集团首席科技官戎国强来自中国平安，首席投资官邓斌则来自友邦，形成集体决策、专业分工的决策机制和管理模式。

2019 年形成寿险转型 2.0 的核心领导是孔庆伟（董事长）+潘艳红（总经理），并于 10 月份最终稳定下来。孔总的政府背景以及在国资体系里丰富的从业资源，可以为太保的业务发展开拓新的通道，是太保从传统险企向新型综合性保险金融集团迈出的重要一步；潘艳红在太保体系内有着多年的从业经历，具备财务管理、产品开发、价值评估等专业领域及险企的资产负债管理能力，且以高管身份参与了转型 1.0 时期。另外，主管个险业务的副总经理戴文浩也在转型中起重要作用，戴总多年深耕个险领域，曾担任分公司一把手，精于个险业务发展以及代理人渠道建设，以其业务能力推动太保转型的实际落地。

3、推动建立业绩导向、市场对标的薪酬绩效管理机制。中国太保集团将项目管理方法与太保实践相结合，形成了有太保特色的转型作战机制，包括月度的跟踪管理制度、季度的红黄绿灯评估制度以及年度的考核和激励机制。在转型 2.0 工作中，中国太保集团规划了 15 个转型项目集，预计已基本落地。集团明确了各项目集的目标、负责人和季度里程碑。

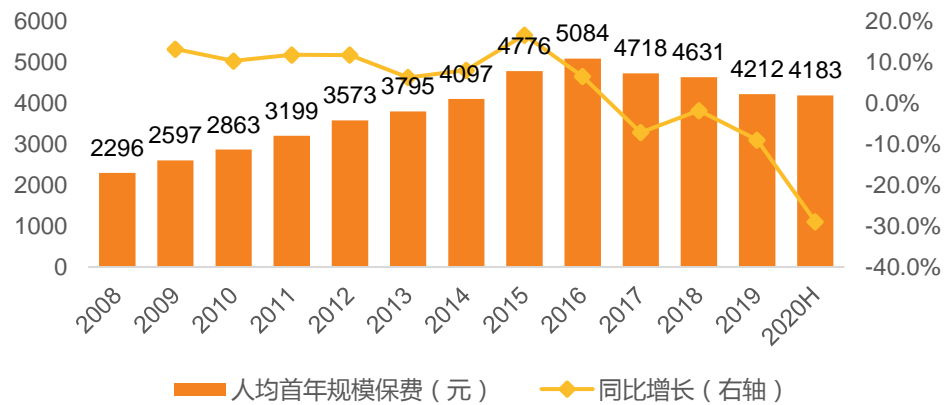
4、根基扎实的代理人队伍。在转型 2.0 中最重要是销售队伍，关键在于形成“产能驱动”模式。1.0 时期，太保采用“健康人海”战术，关注代理人基础管理，建立起一支基础扎实的代理人队伍。经过 2018-2020 年的调整，太保代理人规模有所下滑，但代理人人均首年保费基本保持稳定，2020 年因疫情原因，队伍产能下滑严重。

图 12：上市公司代理人规模（万人）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 13：中国太保人均首年规模保费

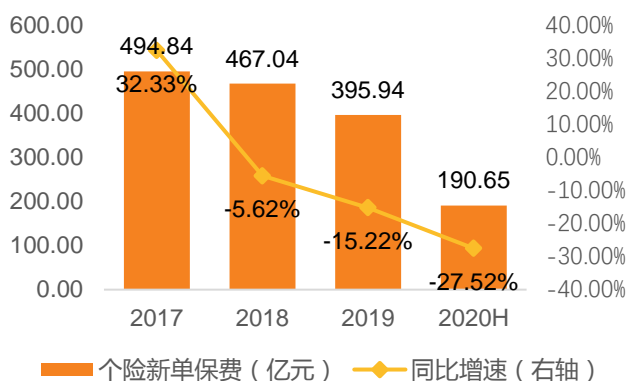


资料来源：公司财报，天风证券研究所

3.3 太保 2.0 转型进展

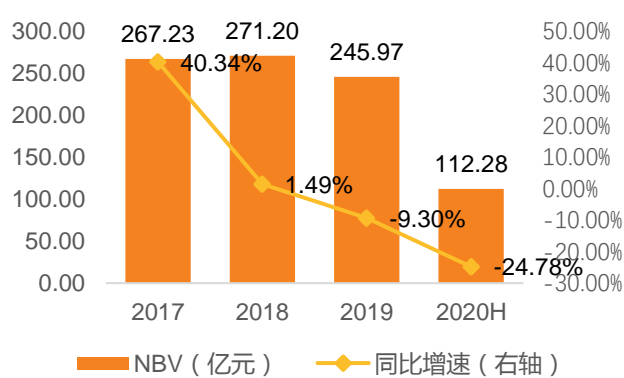
自 2018 年公司开始进行转型 2.0 以来，正好遭遇了行业调整期，短期业绩压力及转型压力并存。公司稳步推进转型项目，在代理人分层经营、优增强训及科技赋能、服务赋能等方面积极布局，但转型举措短期未体现在业绩表现上。同时，为实行长期转型，公司亦让渡了短期利益，在财力、人力等资源方面向长期战略倾斜，也使得公司在 2018-2020 年负债端持续承压。

图 14：中国太保个险新单保费



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 15：中国太保 NBV



资料来源：公司财报，天风证券研究所

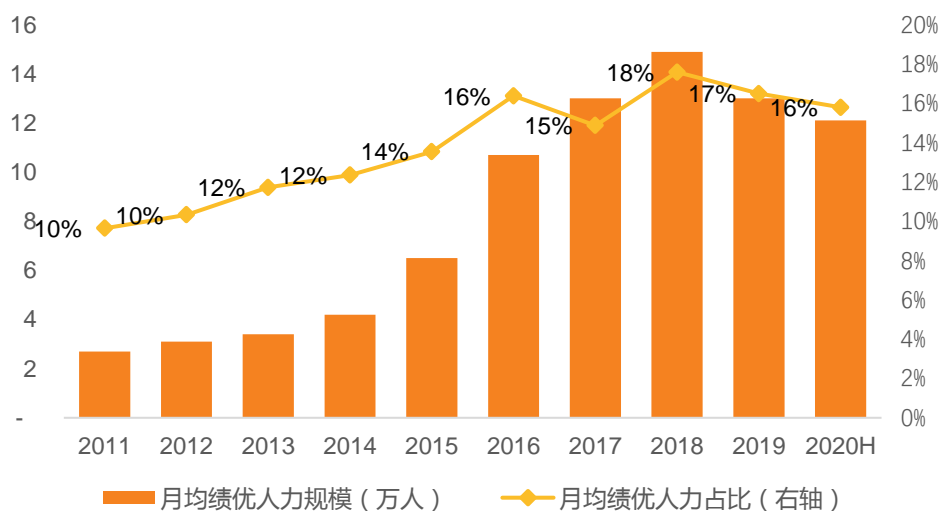
3.3.1 代理人历经调整期，规模、产能有望在 2021 年企稳回升

太保转型 2.0 队伍升级的具体举措包括：1) 推进“优增、强训、高留”，坚持走高质量的人力发展之路。1) 再造培训体系，打造 O2O 培训模式。线下加强培训的系统管控，提高参训率及培训质量。线上建立智能培训平台，包括智能推课、场景模拟训练、知识图谱等，丰富代理人的学习资源。3) 夯实基础管理。4) 针对核心人力、绩优人力和新生代人力打造差异化的培训管理体系，以切合队伍发展实际。5) 探索绩优代理人运作模式。推动“百城千人”、“百万经理人”等试点项目，探索建立面向高端客户的代理人队伍。

转型的目的在于建立从“增员驱动”向“产能驱动”的发展模式，从而优化代理人结构（即优增、清除产能代理人），提升代理人专业度、提升代理人收入从而提高留存率，但这些举措需要进行长期的改善才能产生效果，而在短期，太保代理人队伍发展仍承受了一定的压力，来源于人口红利消减、产品竞争加剧等行业性因素。因此，目前太保销售队伍的人均产能和收入仍处于较低水平。此外，绩优人力规模 2019 年来亦有所下滑。且代理人渠道今年受疫情影响超预期，明年有望恢复。

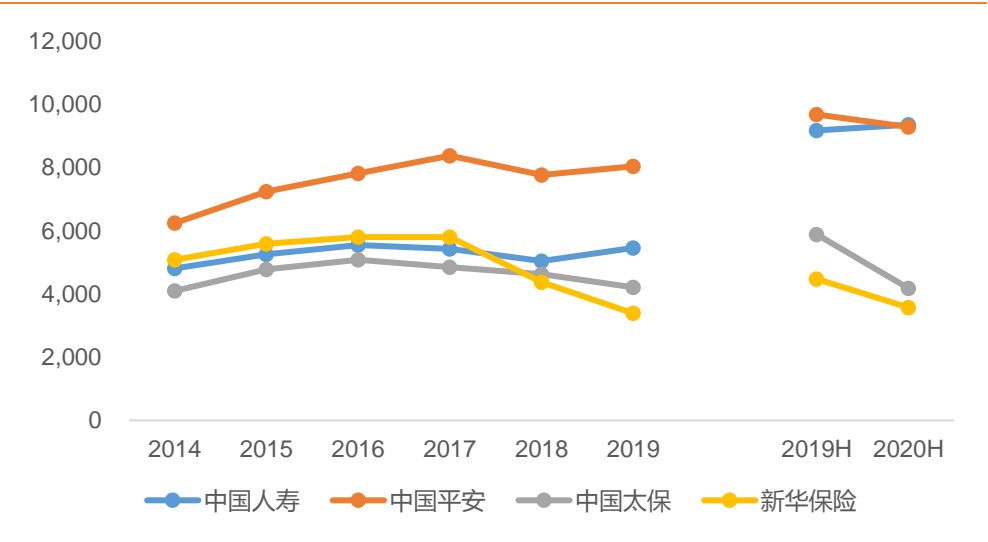
太保在 2018-2020 年扎实推进的代理人转型过程中，大概率已经清理掉低产能代理人，我们预计代理人规模将于 2021 年企稳回升，伴随着代理人结构优化及存量代理人产能逐步提升，新单保费增速将得到改善，价值率将会保持平稳。

图 16：绩优代理人规模及占比



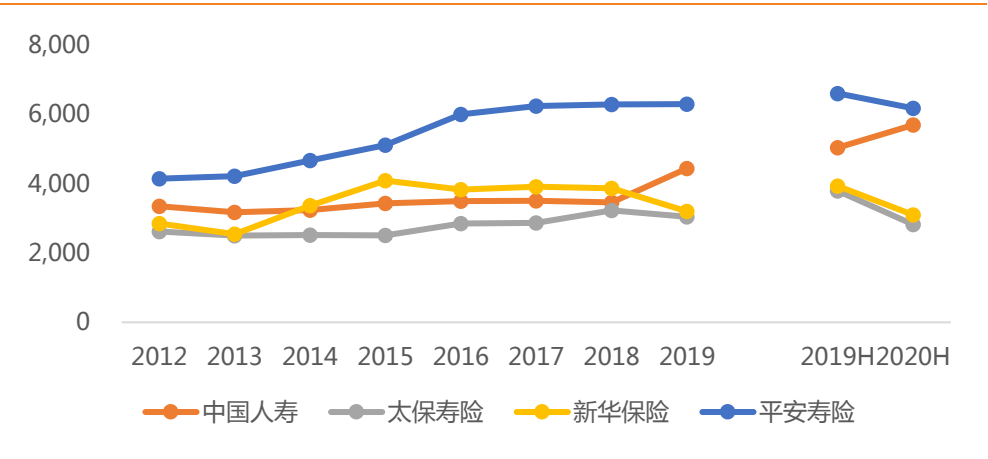
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 17：代理人人均首年保费（元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 18：代理人人均收入（元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

3.3.2 已构建起“产品+服务”的体系，长期将提升产品差异化竞争力

1、健康医疗服务

“太保蓝本”是“保险+健康”服务生态圈的重要载体，自 2019 年推出以来，已累计覆盖约 1000 万人。“太保蓝本”打造的多层次的医疗服务体系包括：1、无门槛即可享受的重疾绿通服务，作为代理人获客工具；2、特定医疗险享受的服务，提升客户从短险向长险的转化；3、长险客户可享受的医疗特权服务，有助于推动长险件均的提升及客户加保。其中，太保蓝本医疗特权服务提供升级版的医疗服务，为不同保费级别的客户提供覆盖诊前、诊中、诊后的医疗协助服务。

图 19：“太保蓝本”服务体系

• 无门槛享受

服务内容：	
基础服务	邀请好友解锁服务
重疾专家预约：1次	健康咨询：无限次
重疾专家病房：1次	齿科预约：1次
重疾专家手术：1次	陪诊服务：1次
120急救补贴：上限200元，1年2次	购药优惠：30元现金抵扣券



• 当年购买过健康险且同一保单长险保费≥3500元，服务期3年，服务根据保费不同有差异

服务内容：	
健康咨询	二次诊疗
专家预约	MDT多学科会诊
专家病房	海外就医协助
专家手术	线上购药
陪诊服务	视频医生
120急救补贴	

• 购买特定医疗险享受

心安质重防癌医疗险	心安怡住院费用医疗险	乐享百万医疗险		畅想未来少儿医疗险	
健康咨询：5次	二次诊疗：1次	住院垫付：不限	专家手术：1次	儿科健康咨询：3次	专家病房：1次
专家预约：1次		专家预约：1次	二次诊疗：1次	亲子成长咨询：4次	专家手术：1次
		专家病房：1次	康复指导：1次	专家预约：1次	儿童齿科门诊预约：1次

资料来源：太保蓝本服务手册，天风证券研究所

图 20：“太保蓝本”医疗特权服务内容

服务产品 权益类别	医疗特权服务			
	一档权益	二档权益	三档权益	四档权益
享受条件	当年购买过健康险			
	当年长险保单期交保费3500元—10000元	当年长险保单期交保费1万元—3万元	当年长险保单期交保费3万元—6万元	当年长险保单期交保费在6万元以上
视频医生（优享版）	/	/	无限次	/
视频医生（尊享版）	/	/	/	无限次
健康咨询	5次	无限次	无限次	无限次
专家预约、专家病房、专家手术	1次	无限次	无限次	无限次
陪诊服务	1次	无限次	无限次	无限次
二次诊疗	1次	无限次	无限次	无限次
海外就医协助	1次	无限次	无限次	无限次
多学科会诊	无	无限次	无限次	无限次
120急救补贴	无	单次最高200元，一年最多报销两次		
线上购药	5元、20元、满100减20元优惠券，用于互联网药房购药（妙药商城）			
家人可享	/	/	指定3名以内家人可享同档所有服务1次	指定5名以内家人可享同档所有服务1次

资料来源：太保蓝本服务手册，天风证券研究所

图 21：“太保蓝本”医疗服务对接资源

服务项目	省份	城市	医院
专家预约	30	357	2500
陪诊服务	30	50	1000
二次诊疗	全国		
专家手术	30	357	2500
海外就医协助	美国、日本、德国、新加坡		

资料来源：太保蓝本服务手册，天风证券研究所

另外，太保推出“生命银行”项目撬动中高件均产品销售。“生命银行”项目是太保为客户打造的高端健康管理项目，通过高保真技术将健康的种子细胞储存，未来用于肿瘤治疗、抗衰老和精准预防，主要面向高端客户。

2、养老社区

中国太保养老社区依据“聚焦集团保险主业高地城市、聚焦长三角等经济区域中心城市群、聚焦人口老龄化重度城市”的原则进行布局，按照“南北呼应、东西并进、全国连锁”的思路，加快推进6个城郊型和度假型高端养老社区项目落地。计划投资100亿完成养老产业初始阶段的布局，其中70亿建设城郊大型CCRC养老社区，30亿建设城市中小型康养项目。

太保养老产业对养老市场做了细分，打造覆盖从55-100岁的全年龄段养老社区产品，包括乐养、颐养、康养三大产品线。乐养产品线是面向55-69岁的低龄老人，以旅居候鸟式养老业态为主；颐养产品线是面向70-79岁的中龄老人的城郊型产品，以健康活力养老业态为主，颐养社区为CCRC（持续照护）模式，提供独立生活、协助生活、专业护理（含记忆照料）三种不同类型的服务；康养产品线是面向80岁以上的高龄老人的城市型养护产品，以康复护理业态为主。

目前规划的6个高端养老社区项目，成都、杭州、上海、厦门四地规划为城郊型国际颐养社区，大理为度假型乐养社区。其中，成都颐养社区、大理颐老院项目、杭州国际颐养社区3个项目已启动施工建设，厦门、南京项目已进入决策流程。目前太保通过样板间的方式带动销售，截至2020年中，“太保家园”入住资格函累计发放量已经突破万份。养老社区的成都项目和大理项目将于2021年完工，届时对于大单销售的提振作用将更显著。

图 22：未来 3-5 年高端养老社区城市布局

未来3-5年高端养老社区布局城市		
城市分类	大城市群内的一线城市	适合旅居的城市
东部	上海、杭州、南京	—
西部	成都	大理
南部	广州、珠海等湾区内城市	三亚、厦门
北部	—	青岛
中部	武汉	—

资料来源：太平洋保险养老社区综合解决方案发布会材料，转载于慧保天下，天风证券研究所

表 7：太保家园进展情况

太保家园	进度	投资规模（亿元）	户数（一期）
成都国际颐养社区（医养型）	在建，一期预计 2021 年开业	40	787
杭州国际颐养社区（医养型）	在建，一期预计 2022 年开业	30	820
大理国际乐养社区（度假型）	在建，一期预计 2021 年开业	2.4	119
上海、厦门、南京	规划阶段	/	/

资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.3.3 太保经营业绩及转型展望

短期来看，太保 2021 年负债端将在低基数下迎来反转，太保寿险的明年 NBV 增速有望高于同业。行业层面，疫情影响的消除及居民收入预期的修复，将使得保险需求进一步回暖。当前市场环境有利于理财险销售，理财险规模有望提升；重疾新旧产品切换或将带来 2-3 个月重疾险销售高峰。中小保险公司由于偿付能力及再保压力，产品性价比降低，大幅减弱了对于大型公司的竞争压力。

公司层面，2018-2020 年的“主动收缩+积极转型”提供了后续发展动力：1) 公司积极把握住窗口期，推动理财险预收，2021 年开门红预计将实现双位数增长。2) 理财险销售情况良好将提振高级别代理人的收入和士气，提高增员意愿，进而带动整个代理人大盘。代理人规模稳中向上将带动保费复苏，部分公司的代理人转型期待在明年有初步的成效。

长期展望：随着太保 2.0 转型持续推进，转型效果或将初步显现，我们预计未来 1-3 年 NBV 复合增长将较前几年提速；3-5 年太保或将迎来转型发展年，价值增长及营运利润增长稳定在中高速水平。以下将成为其业务增长的核心驱动：

1) 太保未来仍以个险业务为核心，以价值稳定增长为导向。但个险渠道的增长以“增员驱动”模式向“产能驱动”转变，一方面通过优增来优化队伍结构，另一方面，通过强化培训（搭建线上+线下培训体系）提升存量代理人能力，最终提升核心人力占比及产能；另外，通过高端绩优人力及新生代队伍开拓增量市场。未来将通过量稳质优销售队伍驱动价值稳定持续增长。

2) 以客户需求为导向丰富保险产品体系，长期保障+长期储蓄均衡发展。同时，以个人客户为中心，围绕个人客户的“风险保障”、“财富管理”、“健康医疗养老”等场景，为客户提供全方位的产品和服务，构建大保险生态圈。深度挖掘客人客户价值，进而带来客户粘度（客均合同数）和客户价值（客均利润）的提升。长期来看，养老社区将带动年金险与高级别代理人的收入提升，健康医疗服务将提升重疾险的吸引力。

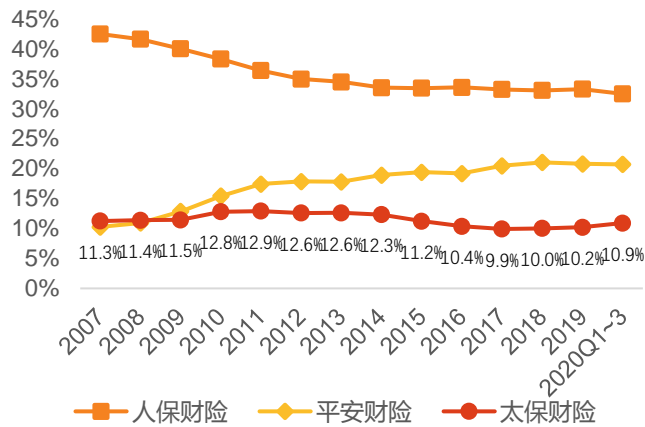
3) 科技赋能业务发展，科技在销售和服务方面的应用成效不会快速显现，但中长期会对业务成长带来有力支撑。科技将运用在精准销售支持、代理人管理、客户服务、核保理赔等方面，提升客户体验从而带来业务增量（可以通过推动老客户加保和转介绍创造新的业务增量），降本增效，强化风险管理。

4. 财险：非车驱动业务增长，费改深化龙头效应

财险行业 CR3 格局依然稳固，太保财险市占率出现向上拐点。自 90 年代起，财险行业就已形成人保、太保、平安“老三家”争霸的局面，2009 年进入“70 号文”盈利周期后，人保弃规模保利润，而平安产险凭借电销市场份额迅速跃升，太保市占率则基本维持平稳，“老三家”的财险龙头格局多年来基本维持稳定。2018 年以来，太保财险市场份额出现向上拐点。

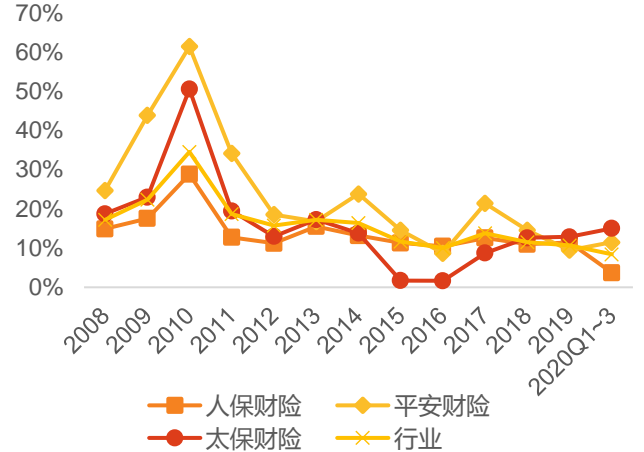
2014-2016 年战略收缩规模提升质量，2017 年来太保财险保费增速显著回升。2008-2013 年为太保财险的高速发展期，保费 CAGR 高达 24%，但在业务高速扩张下承保质量下滑、赔付率显著上升，导致 2014 年承保亏损。因此 2014-2016 年太保财险主动收缩业务规模，以提升业务质量，保费增速低于上市同业。2017 年以来，太保财险渡过转型阵痛期，业务质量逐步改善，保费增速开始回升，2019、2020 前 3 季度太保财险的保费收入同比增速高于其他两家大型公司及行业平均增速，太保的市占率从 2017 年的 9.9% 提升至 2020 前 3 季度的 10.9%。

图 23：人保、平安、太保的财险市场份额



资料来源：公司财报、银保监会，天风证券研究所

图 24：财险保费收入同比增速



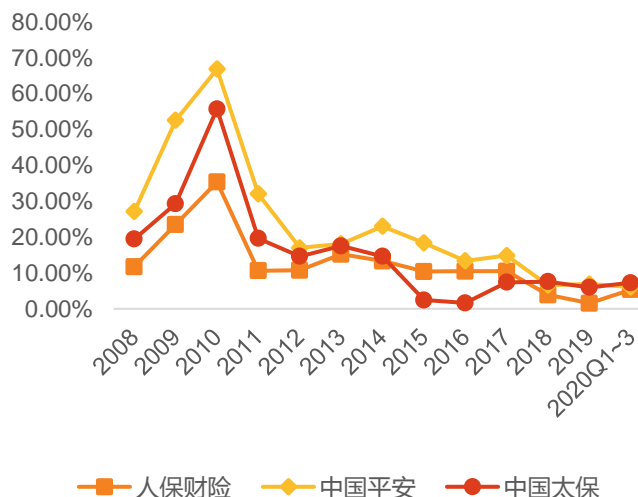
资料来源：公司财报、银保监会，天风证券研究所

车险受宏观经济影响，新车销量增速趋缓，叠加车险费改后件均保费下滑，2015 年以来，公司车险增速持续放缓。在新车增长面临压力的宏观背景下，太保车险战略调整增长动能，聚焦于续保和转保业务的增量。2017 年以来的公司的车险保费增速保持相对平稳。

车险综合改革于 2020 年 9 月实施，将带来车均保费下滑及综合成本率的提升，车险业务整体承压，但有利于巩固大型公司的竞争优势。车险综合改革压力下，中小公司承保利润率微薄（必须形成规模效应），或可能逐步退出车险市场。此外，考虑到龙头公司拥有对车险产业链的深度把控能力，在数据、定价、服务等方面具备优势，我们预计龙头公司市占率将会提升，车险市场寡头垄断有望进一步深化。

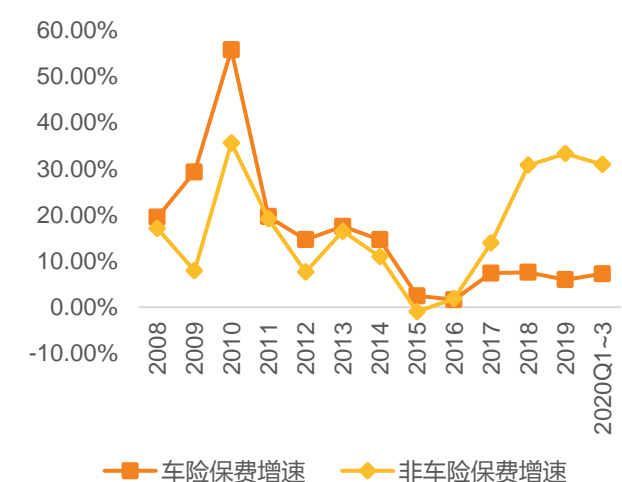
非车险种发展均衡、延续全面高增，农险、保证险等新兴业务增速较快。公司非车险种发展迅速，自 2018 年以来非车险增速持续维持在+30%以上，即使受疫情影响，公司 2020 年非车险仍保持高增长，2020 年前 3 季度非车险保费同比增长 30.9%。2020 年上半年，非车险占比 37.4%，其中农险、责任险、健康险、企财险占比分别为 7.5%、6.3%、6.3%、4.6%，业务发展均衡。农险近年增长迅速，2020 年上半年增速高达+50.7%，主要源于太保产险和安信农险并行经营、优势互补，安信农险是专业农险公司，此前经营区域较小、产品研发能力不足，而太保产险本身具有机构网络、品牌优势，双方优势联动，开发创新农险产品，驱动公司农险市场份额持续提升。2020 年上半年责任险增速高达+34.1%。

图 25：人保、平安及太保财险的车险保费收入同比增速



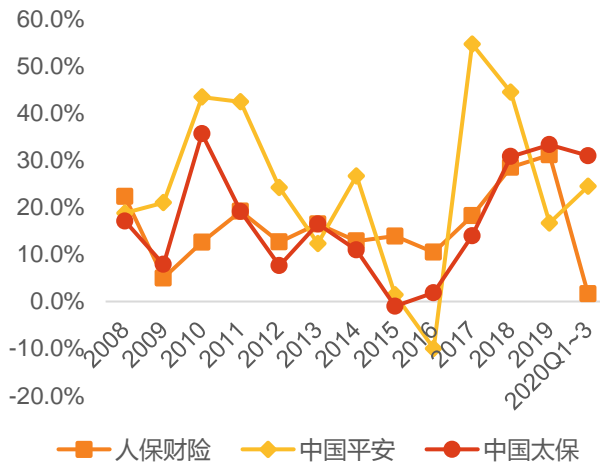
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 26：太保财险的车险及非车险保费增速



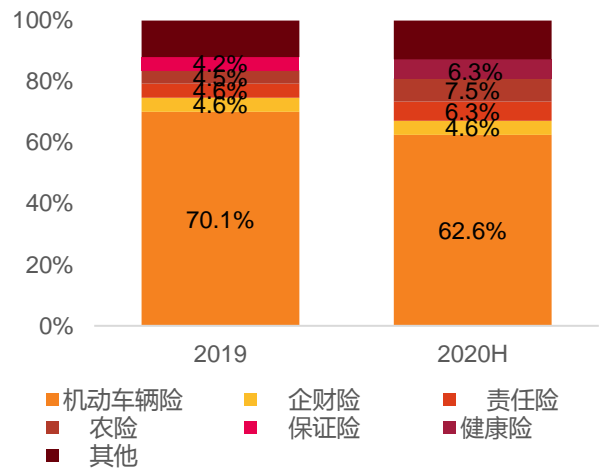
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 27：非车险保费增速对比



资料来源：公司财报，天风证券研究所

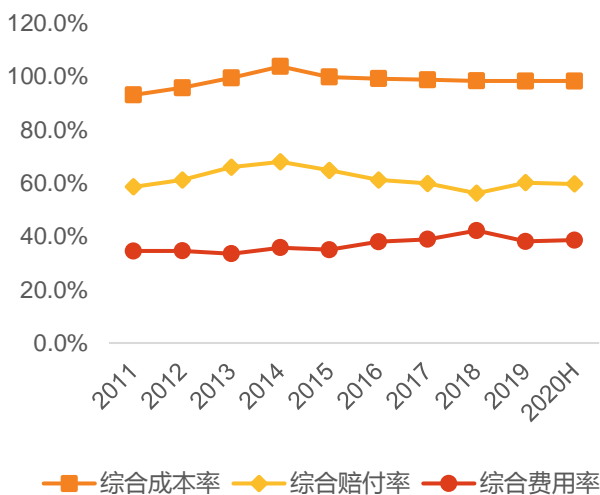
图 28：太保非车险业务保费结构



资料来源：公司财报，天风证券研究所

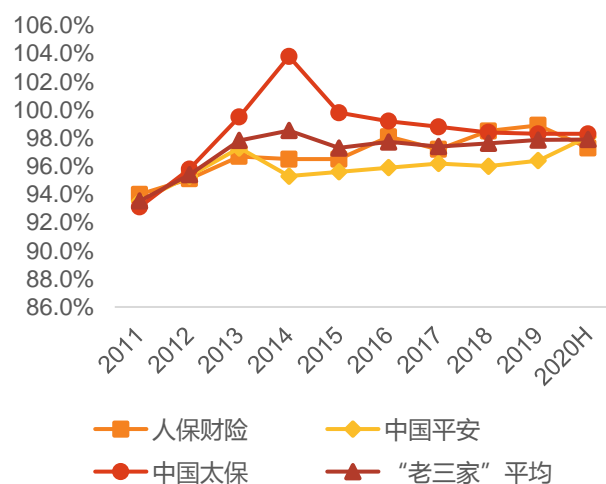
盈利能力方面，车险及非车险均实现承保盈利，综合成本率保持稳健。2012-2014 年市场激烈竞争下，太保财险追求规模降低业务质量，曾一度承保亏损；2015 年起，公司聚焦业务品质提升，加强对承保和理赔的管控，剔除连续 3 年赔付率高于 100% 的业务。同年，财险保费收入增速大幅下滑至+1.71%，但成本控制成果显著，再次实现承保盈利，且综合成本率逐年降低。截至 2020 年上半年，公司综合成本率为 98.3%，同比-0.3pct，其中综合赔付率+0.5pct，综合费用率-0.8pct，费用管控效果良好。分险种来看，太保车险、责任险、企财险的综合成本率在改善，分别同比-0.6pct、-2.7pct、-0.7pct。

图 29：太保财险的综合成本率



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 30：上市财险公司的综合成本率



资料来源：公司财报，天风证券研究所

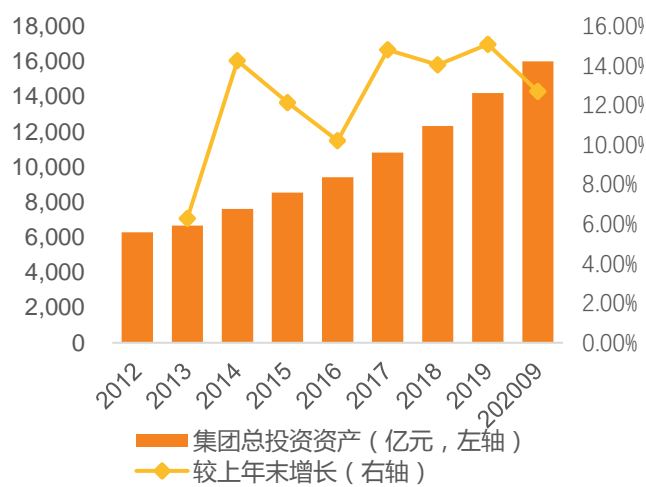
综合来看，财险行业 CR3 较为稳定，且车险综合改革利好龙头，预计行业集中度仍将继续提升。太保财险目前稳居行业第三，虽然市场份额距离人保、平安仍有较大差距，但 2018 年以来太保财险市场份额出现向上拐点，主要源于非车险种表现优异，农险利用协同优势持续扩张份额，保证险、责任险、健康险等新兴险种全面高增。未来车险综合改革将导致车险保费承压，虽然车险占据公司业务结构中的主导地位，但占比预计将继续下降，而非

车险业务有望保持高增长，成为后续财险保费增长的主要驱动力。盈利能力角度，2015年来太保控制业务品质、降低赔付率成效显著，非车险种实现承保盈利，综合成本率持续改善。长期来看，车险综合改革将使得赔付率提升，但龙头财险公司整体综合成本率有望维持稳定。

5.资产管理：投资风格稳健，收益率优于同业

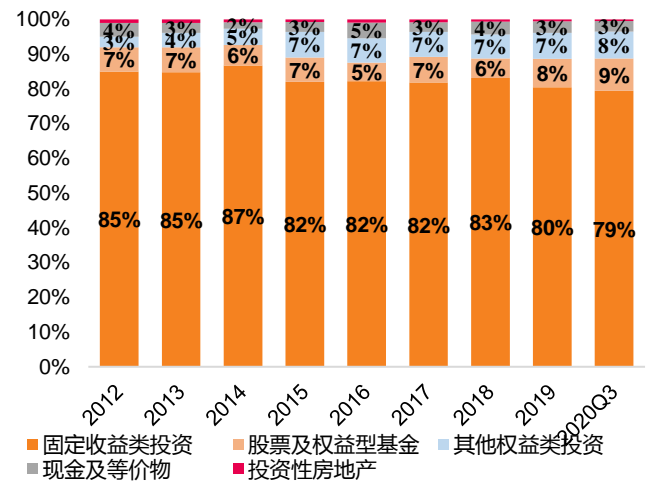
固收类资产占比高，投资风格稳健。截至2020年9月，集团总投资资产达15996亿元，较上年末增长12.7%。从资产配置来看，近几年固定收益类资产占比略有下降，但始终保持在80%左右，高于其他公司；股票及权益型基金配置较少，常年居于上市同业最低位，投资风格稳健。

图 31：太保集团投资资产规模及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

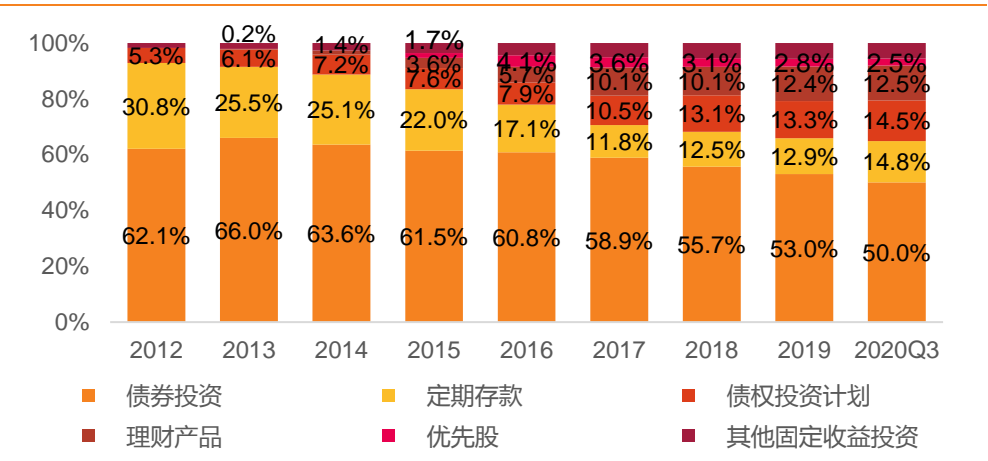
图 32：2012~2020Q3 太保投资资产配置情况



资料来源：公司财报，天风证券研究所

近年来减配债券，加配债权投资计划等非标类资产。从固定收益类资产的构成来看：1) 债券投资占比最高，配置占比略有下降，从2012年的62.1%降至2020Q3的50.0%，但国债、地方政府债、政策性金融债占债券投资的比重上升。2020年6月末国债、地方政府债、政策性金融债占投资资产的16.4%，较上年末增长0.2个百分点，平均久期为15.3年，较上年末增加0.1年。2) 定期存款比重逐年下降，从2012年的30.8%逐年下降至2019年末的12.9%，2020年占比有所提升；3) 债权投资计划、理财产品等非标资产配置显著上升，债权投资计划从2012年的5.3%上升至2020年3季度的14.5%，理财产品从2013年的0.2%上升至2020年3季度的12.5%，优先股配置占比升至2.5%。

图 33：固收类资产配置结构



资料来源：公司财报，天风证券研究所

非标类资产风险管控优异，提升净投资收益率水平。截止 2020 年上半年，在企业债及非政策性银行金融债中债项或其发行人评级 AA/A-1 级及以上占比达 99.8%，其中，AAA 级占比达 93.7%。非标资产中，具有外部信用评级的非公开市场融资工具占 100%，其中 AAA 级占比达 94.7%，AA+ 级及以上占比达 99.9%。高等级免增信的主体融资占 51.8%，其他项目都有担保或抵质押等增信措施。从行业分布看，非标融资项目分散于基础设施、非银金融、交通运输、不动产等行业，主要集中于北京、上海、广东、江苏等经济发达地区。目前公司非标资产平均期限 6.9 年，名义平均投资收益率 5.2%，预计未来净投资收益有下行压力的背景下，公司有望保持净投资收益率稳定。

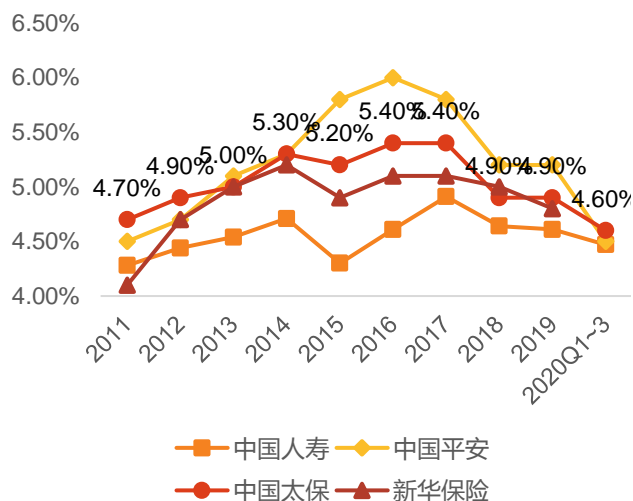
表 8：2020/06 太保集团非标类资产的结构和收益率分布

行业	投资占比	名义投资收益率	平均期限（年）	平均剩余期限（年）
基础设施	35.6%	5.4%	7.2	5.4
非银金融	17.2%	5.0%	5.4	3.9
交通运输	16.3%	5.4%	6.6	4.3
不动产	15.5%	4.8%	7.6	6.4
能源、制造业	8.1%	5.1%	6.5	4.1
其他	7.3%	5.9%	8.2	5.8
总计	100%	5.2%	6.9	5.0

资料来源：公司财报，天风证券研究所

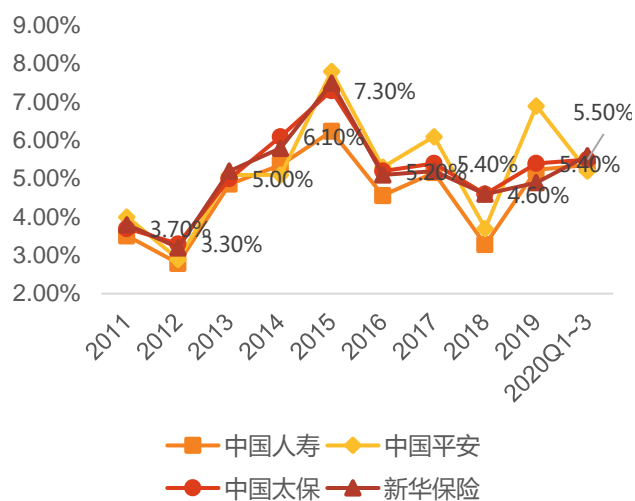
公司的投资收益率总体优于行业平均，且波动幅度低、稳定性更强。2011-2020 年前 3 季度，太保净投资收益率均值为 5.0%，仅次于平安（5.1%），优于新华（4.9%）、国寿（4.6%）；太保总投资收益率为 5.1%，仅次于平安（5.2%），优于新华（5.0%）、国寿（4.6%）。2012-2020 年前 3 季度，太保综合投资收益率均值为 5.97%，略低于平安（6.04%），优于新华（5.5%）、国寿（5.2%）。此外，波动幅度角度，太保投资收益率稳定性显著优于同业。

图 34：上市保险公司净投资收益率



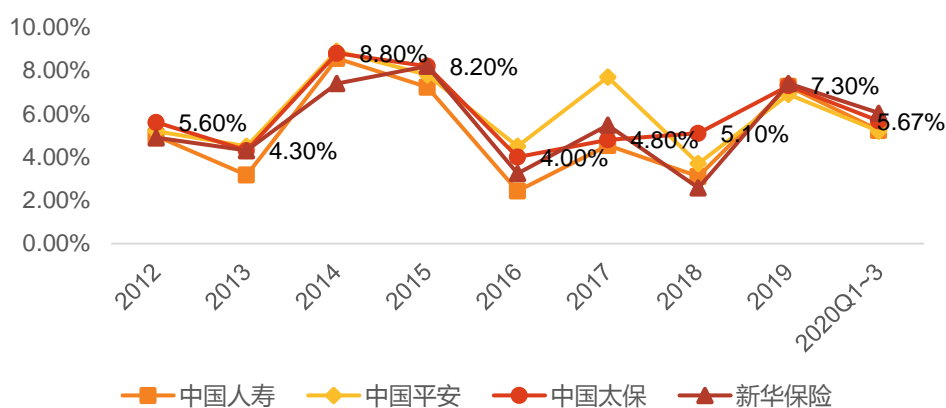
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 35：上市保险公司总投资收益率



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 36：上市保险公司综合投资收益率



资料来源：公司财报，天风证券研究所

6.盈利预测及估值

我们预计 2020、2021、2022 年太保寿险 NBV 增速分别为 -30%、18%、10%，预计太保集团 2019、2020、2021 年内含价值分别为 4615、5203、5870 亿，同比增速分别为 16.5%、12.7%、12.8%。

表 9：内含价值变动分析表

单位：百万	2019	2020E	2021E	2022E
寿险业务期初内含价值	258,428	305,521	345,557	390,127
内含价值预期回报	23,924	28,284	31,990	36,116
EV 预期回报/期初 EV	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%
一年新业务价值	24,597	17,291	20,362	22,398
同比增速	-9.3%	-30%	18%	10%
NBV/期初 EV	9.5%	5.7%	5.9%	5.7%
营运经验差异	3,815	2,000	2,000	2,000
营运偏差/期初 EV	1.5%	0.7%	0.6%	0.5%

投资收益差异	5,042	2000	0	0
投资偏差/期初 EV	2.0%			
评估方法、假设和模型的变化	(505)			
分散效应	2,602	1,829	2,154	2,369
分散效应/NBV	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%
市场价值调整变化	215			
市场价值调整/期初 EV	0.1%			
(投资偏差+市场价值调整)/期初 EV	2.0%			
其他	34			
股东股息	(12,630)	(11,367)	(11,935)	(12,532)
寿险业务期末内含价值	305,521	345,557	390,127	440,479
同比增速	18.2%	13.1%	12.9%	12.9%
集团其他业务期初经调整的净资产价值	85,427	99,138	123,702	138,955
资本投资前/利润分配前净资产价值变化	22,473	35,438	27,215	30,570
ROE	26.3%	22%	22%	22%
资本投资/利润分配	(9,062)	(10,874)	(11,961)	(13,158)
市场价值调整变化	300			
市场价值调整/期初净资产价值	0.4%			
集团其他业务期末经调整的净资产价值	99,138	123,702	138,955	156,368
同比增速	16.0%	24.8%	12.3%	12.5%
少数股东权益调整	(8,672)			
期末集团内含价值	395,987	461,495	520,327	586,969
同比增速	17.8%	16.5%	12.7%	12.8%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

我们应用分部估值法对太保进行估值，对太保寿险使用 P/EV 估值，对太保财险业务按照 PB 给予估值：1) 寿险：考虑太保寿险负债端向上的短期和长期因素兼备，我们给予 0.9 倍 2021P/EV；2) 财险：对标人保财险，我们给予 1 倍 PB；3) 其他：以净资产估值，给予其他业务 1 倍 PB。分部估值法下太保集团的目标价格为 51.2 元，较目前股价有 33.0% 增长空间，给予“买入”评级。

表 10：中国太保分部估值

	项目	数值	说明
太保寿险	2021 年底寿险内含价值 (百万元)	390,127	
	P/EV (倍)	0.9	
	估值 (百万元)	351,115	对标平安
	中国太保持股比例	98.29%	
	太保寿险部分估值	345,111	
太保财险	2020 年中财险净资产	42,964	
	PB (倍)	1	
	估值 (百万元)	42,964	对标中国财险
	中国太保持股比例	98.50%	
	太保财险部分估值	42,320	
其他	2020 年中其他业务净资产	105,051	
	PB (倍)	1	

	其他业务部分估值（百万）	105,051
	整体估值（百万）	492,482
整体估值	总股本（百万）	9620
	中国太保目标价	51.2

资料来源：公司财报，天风证券研究所

7.风险提示

- 1) 居民收入预期修复不及预期：疫情导致国内经济压力增加，叠加海外疫情仍然具有不确定性，亦对国内经济增长形成压力，若居民收入预期修复不及预期，将会影响保险需求的修复。
- 2) 差异化服务布局进度及带动效果不及预期：健康医疗产业和养老产业布局难度较大，需要投入大量的人力、物力，布局情况或会慢于预期。
- 3) 保障型产品销售不及预期：若局部地区疫情反复，代理人线下展业受限，消费者未来收入预期悲观，后续保障型产品销售可能不及预期。

财务预测摘要

主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)						寿险保费	175628	202414	218275	239444	262861
每股收益	1.62	1.99	3.29	3.86	4.55	非寿险保费	104614	117808	131784	147919	166985
每股净资产	15.17	15.17	16.51	18.77	21.41	总保费及管理费收入	280242	320222	350059	387363	429846
每股内含价值	31.58	37.09	43.50	50.59	59.00	减: 分出保费	15784	17563	25824	30782	36941
每股新业务价值	2.95	2.99	2.96	3.26	3.75	净保费收入	264458	302659	324234	356581	392905
						减: 净提取未到期责任准	2306	4608	10215	9705	11002
价值评估 (倍)						已赚净保费	262152	298051	314019	346876	381903
P/E	22.93	18.66	11.28	9.62	8.15	投资收益	51946	53477	65149	75462	84198
P/B	2.45	2.45	2.25	1.98	1.73	营业收入	319809	354363	385100	428686	472566
P/EV	1.17	1.00	0.85	0.73	0.63	赔付及保户利益	219582	236220	265124	285627	312595
VNBX	1.87	0.00	-2.16	-4.14	-5.84	保险业务综合费用		89888	89242	96997	105655
						营业费用	298786	326108	354366	382624	418250
盈利能力指标 (%)						营业利润	21023	28255	30733	46062	54316
净投资收益率	5.40%	4.90%	4.80%	4.80%	4.80%	税前利润	21102	28008	30483	45812	54066
总投资收益率	5.40%	4.60%	5.00%	5.00%	5.00%	所得税	6111	9574	0	10079	11895
净资产收益率	10.66%	13.10%	19.93%	20.54%	21.26%	归属于母公司股东的净利	14662	18019	29813	34947	41244
总资产收益率	1.25%	1.54%	2.23%	2.41%	2.56%	少数股东损益	329	415	671	786	928
财险综合成本率	98.80%	98.40%	98.50%	98.00%	98.00%						
财险赔付率	59.90%	56.20%	59.00%	59.00%	59.00%						
财险费用率	38.90%	42.20%	39.50%	39.00%	39.00%						
						资产负债表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
盈利增长 (%)						现金及存款投资	115649	143719	168742	188194	205066
净利润增长率	21.6%	22.9%	65.5%	17.2%	18.0%	债权投资	748780	864448	938343	1046510	1167423
内含价值增长率	16.4%	17.5%	17.3%	16.3%	16.6%	股权投资	129397	139510	140259	156427	176401
新业务价值增长率	40.3%	1.5%	-1.0%	10.0%	15.0%	其他投资	87456	85545	102595	114422	127398
						总投资资产	1081282	1233222	1349940	1505552	1676288
偿付能力充足率 (%)						分保资产	22575	23467	23800	23900	24000
偿付能力充足率 (集团)	284%	301%	300%	300%	300%	其他资产	67367	67367	79270	76554	80744
偿付能力充足率 (寿险)	245%	261%	260%	250%	250%	资产总计	1171224	1335959	1450294	1610197	1785970
偿付能力充足率 (产险)	267%	306%	300%	290%	290%	保险合同负债	802239	919671	1059190	1198528	1348461
						投资合同负债	56343	62325	52000	52000	52000
内含价值 (百万元)						次级债	3999	13985	10000	6000	3000
调整后净资产	151,755	169,325	189,644	212,401	237,889	其他负债	167524	185930	154000	154000	154000
有效业务价值	134,414	166,816	204,561	246,071	296,789	负债总计	1030105	1181911	1275190	1410528	1557461
内含价值	286,169	336,141	394,205	458,473	534,678	实收资本	9062	9062	9062	9062	9062
一年新业务价值	26,723	27,120	26,849	29,534	33,964	归属于母公司股东权益	137498	149576	170102	194017	222057
核心内含价值回报率 (%)	20.36%	17.89%	16.52%	16.12%	16.02%	少数股东权益	3621	4472	5001	5652	6452
						负债和所有者权益合计	1171224	1335959	1450294	1610197	1785970
寿险新业务保费 (百万)											
短险和趸缴新单保费	2,401	4,189	5,381	5,650	5,932						
期缴新单保费	47,083	42,515	40,389	42,409	44,529						
新业务合计	49,484	46,704	45,770	48,058	50,461						
新业务保费增长率 (%)	32.33%	-5.62%	-2.00%	5.00%	5.00%						
标准保费	47323	42934	40927	42974	45122						
标准保费增长率 (%)	31.34%	-9.27%	-4.67%	5.00%	5.00%						

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com