

强烈推荐-A (维持)

中国太保 601601.SH

目标估值: 45-45 元

当前股价: 31.91 元

2020 年 11 月 01 日

基础数据

上证综指	3225
总股本 (万股)	962034
已上市流通股 (万股)	684504
总市值 (亿元)	3070
流通市值 (亿元)	2184
每股净资产 (MRQ)	21.1
ROE (TTM)	12.1
资产负债率	88.0%
主要股东	华宝投资有限公司
主要股东持股比例	14.93%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中国太保 (601601) — 营运利润高增长, 短期压制因素即将消除》2020-08-30
- 2、《中国太保 (601601) — 业绩高增长, 寿险转型砥砺前行, 产险负债端超预期》2020-04-26
- 3、《中国太保 (601601) — EV 稳健增长, 重点关注后续渠道转型进展》2020-03-26

郑积沙

0755-83081514  
zhengjisha@cmschina.com.cn  
S1090516020001

刘雨辰

liuyuchen3@cmschina.com.cn  
S1090518100002

曾广荣

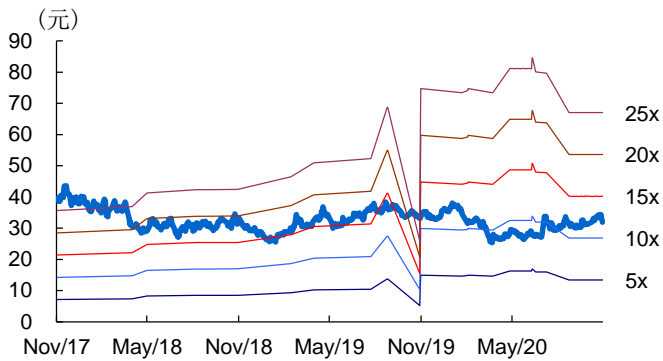
zengguangrong@cmschina.com.cn  
S1090520040001

“开门红”前置奠定来年业务基础, 估值修复空间大

中国太保发布 2020 年三季报, 前三季度实现归母净利润 196.48 亿元, 同比下滑 14.30%, 年化净/总投资收益率分别为 4.60%/5.50%, 同比-0.2pct/0.4pct。

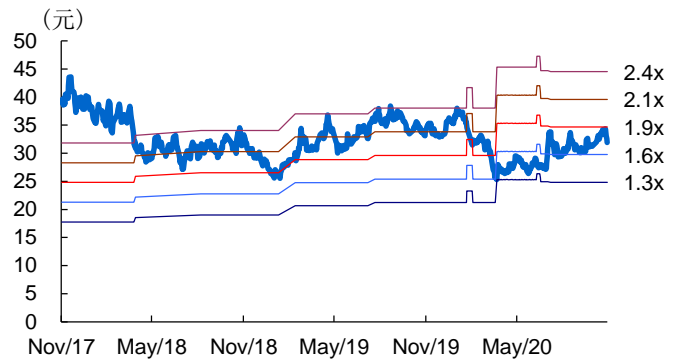
- **利润增速环比中报出现下滑, 主要是由于 750 曲线下移导致准备金增提所致。**公司前三季度实现归母净利润 196.48 亿元, 同比下滑 14.3%, 降幅相比中报 (-12%) 略有扩大, 扣非后归母净利润同比上升 8.4%, 增幅相比中报 (24.8%) 亦有所下滑, 但该增速依旧为上市同业中最佳, 主要得益于公司在投资端的同比改善所致, 前三季度公司实现投资收益 659.61 亿元, 同比增长 33.2%, 年化总投资收益率提升至 5.5%, 同比增加 0.4pct, 在当前的市场环境下取得如此的成绩实属不易。负债端来看, 由于 750 曲线的下移导致准备金增提, 减少 20 年前三季度税前利润 96.92 亿元 (去年同期为 37.42 亿元), 而 20 年上半年该值仅为 42.4 亿元 (去年同期为 38.2 亿元), 表明 20 年三季度单季度因 750 曲线导致利润减少 55 亿, 而 19 年三季度则为增加 0.8 亿利润, 使得前三季度利润增速的环比回落, 全年来看, 750 曲线对利润的拖累将持续, 并且将延续至 21 年, 但 21 年 750 曲线对利润的影响幅度相比 20 年将有所缩小, 从而对利润增速产生正贡献。资产端来看, 下半年市场利率水平快速反弹, A 股在快速上行之后维持震荡, 公司积极配置长期政府债, 拉长寿险资产久期, 同时灵活进行战术资产配置, 积极把握市场机会, 取得了较好的投资收益, 年化净/总投资收益率分别为 4.60%/5.50%。
- **寿险新业务增长承压明显, 持续推进转型 2.0 战略, 创新健康管理和养老服务模式, 打造客户生态圈建设。**前三季度公司寿险业务个险新单保费同比下降 26.9% 至 253.81 亿元, 期交新单同比减少 34.2% 至 194.88 亿元, 究其原因主要是在疫情的冲击下, 代理人量与质均受到了明显的影响, 导致新业务价值增长持续承压。展望后续, 随着公司不断加快渠道转型步伐, 构建绩优代理人模式, 从抓人力增长转向抓住核心人力的发展来推进公司整体人均产能的提升, 通过城区突破和科技赋能强化代理人的客户经营能力, 有望推动新单保费的可持续回暖。
- **投资建议:** 公司三季报业绩符合预期, 虽然新单业务增长持续承压, 但公司坚持推进渠道发展转型有望为后续恢复打下基础, 同时公司已较去年提前 2 个月 (10 月初) 启动 “开门红” 工作, 目前已完成规模型主打产品 “鑫享事诚” 的预收工作, 从预收情况来看相比去年大幅改善, “开门红” 新单规模增长已成定局, 预计后续公司将把握新重疾定义落地机遇, 推出相关保障型产品在 20 年收官的同时进行 “开门红” 蓄客, 在 12 月再次打响 “开门红”, 实现 “开门红” 新单的较好增长。公司当前估值处于历史底部位置, 对应 21 年底 EV 仅为 0.6X, 目标估值 0.85X 21 年底 EV, 空间 42%, 维持强烈推荐评级。
- **风险提示:** 代理人转型不及预期、健康险销售乏力、利率向下、疫情反复。

图 1：中国太保历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：中国太保历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

表 1：中国太保利润预测表

单位：亿元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,544	3,855	4,271	4,594	4,848
已赚保费	2,997	3,132	3,250	3,571	3,824
保费业务收入	3219	3475	3665	3882	4117
其中：分保费收入	16	10	10	10	10
减：分出保费	-176	-224	-239	-254	-271
提取未到期责任准备金	-46	-119	-177	-56	-21
投资净收益	535	678	650	730	754
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	3	5	1	1	1
公允价值变动净收益	-22	8	15	15	15
汇兑净收益	1	1	4	4	4
其他收益	1	1	1	1	1
其他业务收入	31	35	30	31	32
营业支出	-3,261	-3,574	-4,001	-4,254	-4,447
退保金	-126	-111	-129	-152	-170
赔付支出	-1,072	-1,285	-1,335	-1,283	-1,380
减：摊回赔付支出	94	109	25	25	25
提取保险责任准备金	-1,051	-1,228	-1,447	-1,662	-1,669
减：摊回保险责任准备金	3	15	20	20	20
其他支出	-1,109	-1,073	-1,135	-1,202	-1,273
营业利润	283	281	270	340	401
加：营业外收入	1	0.82	5	5	5
减：营业外支出	-4	-1.83	-1	-1	-1
其中：非流动资产处置净损失					
加：利润总额差额(特殊报表科目)					
利润总额差额(合计平衡项目)					
利润总额	280	280	274	344	405
减：所得税	-96	4	-41	-52	-61
加：未确认的投资损失					
加：净利润差额(特殊报表科目)					
净利润差额(合计平衡项目)					
净利润	184	284	233	292	344
减：少数股东损益	-4	-6	-3	-3	-3
归属于母公司所有者的净利润	180	277	230	289	341

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑积沙，招商证券非银行金融行业首席分析师，美国纽约大学硕士。7年证券从业经历。2015年加入招商证券，获得2019年新财富第5、金牛奖第3，2018年金牛奖第3，2017年新财富入围，2016年新财富第2（团队）。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。