

中国太保 (601601.SH) 保险行业

评级: 增持 维持评级

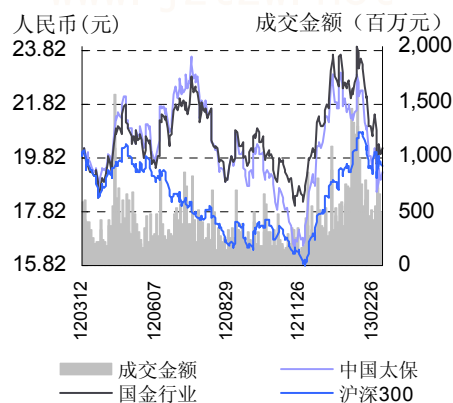
公司研究简报

市价(人民币): 19.34 元
目标(人民币): 24.08-26.49 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	6,208.29
流通港股(百万股)	2,775.30
总市值(百万元)	1,752.59
年内股价最高最低(元)	23.64/16.48
沪深 300 指数	2606.93
上证指数	2318.61



相关报告

1. 《凯雷 H 股最后一次减持太保点评》，2013.1.8
2. 《费用率提升导致利润下降，公司基本面弱化》，2012.10.29
3. 《寿险转型阵痛涅槃生，产险经营恶化待破解》，2012.8.20

童楠

联系人
(8621)61357589
tongnan@gjzq.com.cn

陈建刚

分析师 SAC 执业编号: S1130511030021
(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

依托保险主业，向全面市场化资产管理转变

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E
基本每股收益(元)	0.95	1.00	0.97	0.54	0.81
摊薄每股收益(元)	0.96	1.00	0.85	0.54	0.81
每股净资产(元)	8.80	9.34	8.93	10.00	11.50
每股新业务价值(元)	0.59	0.71	0.78	0.82	0.88
每股内含价值(元)	11.60	12.80	13.21	15.19	17.01
净利润增长率(%)	186.3%	16.3%	-2.9%	-36.5%	16.4%
净资产收益率(%)	11.93%	11.04%	10.58%	6.08%	8.14%
总股本(百万股)	8483	8600	8600	8600	9062

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **行业层面:** 虽然估值较低，但市场对板块关注程度较低，机构持仓比例严重低于板块市值占比，悲观情绪较浓。我们对未来主要行业政策的看法如下: 1) **车险费率市场化:** 对大型险企的影响将是先抑后扬的，前期行业保费及综合成本率承压，后期市场集中度将提升，竞争优势增强。即便车险费率市场化倒逼承保不怎么赚钱，比如综合成本率 98-99%，但保守估计 3-4% 的投资收益经测算对应 15~20% 的 ROE，而且现金流非常健康，**我们认为不用对车险费率市场化过分悲观，而且大型险企承保亏损的可能性不大;** 2) **寿险定价利率放开:** 正面影响，根据 1999[90] 文法定准备金评估利率 min(7.5%，定价利率)，定价利率放开，评估利率也相应提升，计提的法定准备金减少，对经营资本金和偿付能力压力减小; 负面影响，如果定价利率上限从 2.5% 放到 3.5%，保费(下降 20% 以内)和产品利润率(下降 5~10%) 受压，但考虑到短期放开非传统险可能性不大，而传统险占比不足 10%，所以整体保费和利润影响不大，**整体我们认为中性，偏空或偏多视以量补价的情况，也就是实际中消费行为的价格敏感性如何。** 3) **寿险定价利率放开或提升税延养老金及未来可能推出的和特定资产项目挂钩的专项寿险产品(类银行理财产品)保证收益率，增加此类产品的吸引力。**
- **公司层面:** 作为产品、销售和投资三轮驱动的保险行业，监管层及险企愈加关注投资对保费及业绩的拉动作用，因为相对于税优和保险意识提升，投资见效更快。太保资管在信用债和另类投资上领先于同业，而且在注重配置策略的同时提升交易策略的有效性，依托保险主业，通过市场化管理向泛资产化转型，并通过中长期定位服务于机构投资者及聚焦相对有效投资策略，将走出异于银行、券商资管等的差异化道路，成为集团资产管理的支柱。保险主业方面，寿险 10 年开始的业务结构转型将有效提升公司价值，预计 12-13 年新业务价值将有 5% 和 8% 的同比增长，财险 13 年前 2 月保费预计同比增长 18% 左右，大幅超越主要竞争对手。此外，我们预计太保在上海税延养老金试点中市场份额和竞争力将大幅超越同业。

估值

- 我们给予公司未来 6 个月 24.08-26.49 元目标价位，相当于 1.42~1.56x13 P/EV、1.6~1.8x13 P/Life-EV 和 8~10.7x13 NBEV。

风险

- 权益市场大幅波动，车险费率市场化及寿险定价利率放开对板块及公司股价的短暂冲击。

会议纪要

1. 太保资产概况

- 2006 年 6 月 成立，注册资本为 5 亿元人民币，前身是太保的资金管理中心，因而太保全资拥有，其中集团、寿险、产险分别持有资产管理公司 80%、16%、4%的所有者权益，隶属第二批资产管理公司之一。伴随着未来太保资产市场化转型，资产管理公司的股权结构可能会有调整。经营构架实施总经理负责制。

2. 投资管理体系介绍 – 重要针对证券投资管理体系和另类投资管理体系

- **证券投资管理体系：**经营委员会→证券投资决策委员会→固定收益部、国内权益投资部、衍生品和数量化投资部（团队、系统和管理方式已经构建待实战）、海外权益投资部（主要是港股）→支撑平台：研究部、信用评级部、合规部、营运部。
- **另类投资管理体系：**另类投资管理中心（准事业部构架，13 年做实，有效激发团队和公司的利益分享起到积极作用。保监会新政规定可以设子公司或事业部）→股权投资团队、债权投资团队、不动产投资团队、投资债权股权项目管理与销售团队、不动产项目管理团队。目前险企资管做的较多的另类投资是基础设施债权计划（类信托计划或类贷款业务），太保资产投入较早，创设数量和创设金额处于首位，目前受托资产管理规模（AUM）400 亿（第二位是太平 300 亿，即“南水北调”工程）。架构类似债券投行，但太保资管是存续业务，持续收费，持续品质控制及委托人/投资人后续管理
- **资产管理规模：**截至 12 年底，受托资产 5690 亿，按投资对象分类债券 53%（企业债占比同业高）、银行存款 26%、另类投资（主要指基础设施债券计划）7%、权益（含非上市股权和债基，股票基金占比下降）9%，其它 5%；按委托人分类集团 4%，产险 11%，寿险 83%，其它险企资产（不含 400 亿 AUM 的基础设施债权计划）2%。
- **组织架构：**不同于基金公司，保险资管通常设置**组合管理部**，是连接资产和产、寿险负债的桥梁，起在集团统一资产负债管理下沟通枢纽的作用。经营委员会下设风险管理委员会、证券投资决策管理委员会、基础设施债权投资管理委员会和不动产金融管理委员会。目前 142 名员工，资深从业人员（10 年以上）占比 43%。

3. 投资风格和理念

- **投资理念：**价值投资、长期投资、稳健投资。投资受到众多约束，如风险收益约束、负债约束等、会计政策约束、市场竞争约束等。
- **投资价值链流程：**客户需求分析（关联委托人和非关联委托人产品或账户的现金流约束条件）→提供投资解决方案（ALM/SAA，每 3 年调整大类资产配置；TAA/投资解决方案功能，投资跟踪与管理功能，投资管理人选择功能）→资产管理功能（内部投资管理人-核心组合、卫星组合、定息/债权计划；外部投资管理人-不动产、股权计划、证券产品）→证券交易功能（战胜基础：保险客户-精算假设长期收益率、公司法定负债成本、行业竞争平均长期投资收益率标准；一般客户-定制基础）。
- **大类资产配置策略：**从经济周期定位、资产估值比较和资产周期定位出发，考虑定息配置、定息交易和权益品种配置。
- **另类投资：**主要项目集中在长三角地区，项目上注重现金流。以专业化、市场化为推动力，以产品化为核心。按照保监会的规定，可以投基础设施债权计划、不动产和资产项目债权计划等。债权投资主要集中在基础设施和不动产，股权投资主要集中在金融、能源和资源类（当期收入较高，兼顾长期增值）。特别地，不动产投资开始关注商业医疗养老。

4. 12 年投资情况回顾

- **权益投资：**12 年权益投资有效化解了下行风险，防止底线风险，进行了投资资产和投资管理的结构转型，利用市场震荡的机会，在高位减仓，在低位加仓，卖出非核心资产，卖出高估值品种，核心资产集中度 40-70%。股票投资收益率排主动型基金前 17%，位次为 50/290，净增长约 12%；开放式基金投资收益率排主动型基金前 38%，位次 111/290，净增长 7%。12 年底浮亏从 20%多下降至不足 5%，分解来看，剔除整体拨备后，主动管理下降幅度最大，不输于同行。
- **固定收益投资：**1) 时机把握较好，上半年超配银行存款，下半年超配债券；2) 信用债投资策略见效，11 年底通过基金公司定制的信用债基金布局信用债。此外，在固定收益投资方面做了一些准备，以往固定收益类是保险和银行的主配，但随着银行、券商、信托等进入，市场已经发生变化，配置策略和交易策略达到均衡。险企由于负债久期长，既往关注配置策略而忽略交易策略，12 年开设交易盘，在交易策略上提前布局。
- **另类投资：**12 年积极探索事业部制和市场化机制，参考 PE 投资模式，进行三大变革，包括组织结构变革、业务流程变革和核心体系变革。12 年另类投资管理中心管理费 8474 万，同比 75.6%，利润 4327 万。投资的主要项目有天津 100 亿公租房债权计划、广东粤高速债权计划（12 年 7 月 12 日，基准利率）和天津发展大厦（12 年 12 月 7 日，太保资产投真正意义上的第一个不动产，用寿险准备金投的，6.2 亿）。此外，既往保监会在不动产和股权投资牌照按照法人来派，但太保 12 年拿了全牌照，供集团内公用。

5. 13 年投资策略

- **资产配置策略：**判断宏观环境温和改善（外部企稳—美国经济增长复苏、欧债总体趋于平稳、中国经济增长改善；PMI 改善，存货相对低位；非金融机构盈利增速恢复到 10%以上；流动性方面外汇占款改善，央行货币政策中性，影子银行监管是较大不确定因素，关注金融动荡尾部风险），债券收益率温和上升但幅度不大，A 股处在中等偏低估值，须配置策略和交易策略并重。债券配置要把握时点，交易策略偏中性，关注通胀及利率等；权益下限风险上移，不会坏于 12 年，但须注意波动性（尤其 8 月 3 中全会后变化），以长期资产配置为基础，相对灵活资产配置调整，高、低等风险逆周期配置，中等风险顺周期配置。
- **债券配置**上注意选时，在配置策略基础上提升交易策略的有效性，11 年 10 亿左右规模，12 年百亿规模并增加了杠杆积累了经验和教训，关注保监会开放的固定收益类新品种。
- **权益配置**须关注中国未来结构转型的方向，并符合保险资金特性。选择的标准有大市值（流动性好）、低估值（安全性）、高股息（覆盖成本，股息率 3.3-3.4%，提升 80pb）、蓝筹和行业龙头（长期可持续经营）。
- **投资新政：**大方向是向泛资产管理发展，打破市场边界、打破监管子弟兵的边界（加入基金协会意为未来可能的公募基金业务开展、加入券商协会意为非公开市场报价和享受被报价等）。未来各金融子行业产品和资产管理业务范围和业务手段趋同，如信托能干的保险资管也能干，而且有独有优势，如平台业务，信托做和银行做只是平台业务，但保险资管做有相对比较大的资产池，给银行提供流动性的增强。趋势上，业务范围和领域和券商资管、信托和基金资管一致，但发展时间上可能要长一些，因为行业乃至监管层对资产管理市场认知需要一定的过程。
- **对行业保险资管的看法：**1) 未来保险资管会分化，一些会走向市场，和本身基础和未来的机会相关，太保资管希望依托保险集团通过市场化管理，成为集团资产管理的支柱，管好自己的资产的同时管好其它受托资产，走向平衡，有序良性发展。2) 原来保险资管政策视角上略有偏差，注重安全性、稳健性和流动性，而忽视了收益性。传统保险关注保障，但传统保险向现代保险转变，因为传统金融已经进入现代金融，即混业趋势，保障是

财富可以代替的，财富管理某种意义上起到保障的作用。监管层的保险新政的视角发生变化，不再一味强调安全性、稳健性和流动性，而从产品形态出发，不再在意比例管理，而在意资产负债管理。从产品设计开始，立足账户，资产负债管理是硬约束，比例管理是软约束，保障型产品如定期寿险、终身寿险等关注资产管理的安全性，财富管理型产品关注资产管理的收益性，根据不同产品和账户有所侧重。

6. Q&A

Q1: 产、寿险投资管理区别、投资收益差异及原因。

- **产险投资管理**，一年期业务，关注**现金流**：1) 存量业务现金流，几百亿沉淀，注重平均久期，通过资产久期的拉长提高投资收益，险种不同会有所区别；2) 新增的现金流，现金流流进流出存在时间差，注重资金的有效利用，配置短期资产。此外，与寿险投资管理另一个不同在于产险承保利润和投资收益分界清晰，可以根据对综合成本率的预期对投资收益有明确的要求，减少不确定性。
- **寿险投资管理**，不同产品对应不同客户群，而且产品有约束条件，如负债约束、会计约束、同业比较等，是动态和相互交织的，需从不同维度考虑，“三差”着重利差，产品设计时要考虑精算假设、获得资产、资产收益率等维度，销售过程中要重新审视，售后管理上须存续期调整，无法清晰区分承保和投资占比，利润确认存在时间不确定，进而投资收益不确定。

Q2: 投资如信托等收益高、久期短产品的情况。

- 投资新政中关于买金融产品须具备两方面条件：1) 能力；2) 董事会批准。目前 1) 已经具备，2) 正在等董事会许可（国寿已经公告获董事会批准），只要再完成 2) 就可以着手实施。

Q3: 13、14 年大类资产配置的结构和比例是否调整？各类资产的静态收益率多少？未来信用债占比是否会提升？

- **配置结构和比例**：未来 1-2 年大类资产配置结构不会有大的变化，小类别（如 13 年另类投资中基础设施债权计划会提升）。结构和比例未来是否调整取决于保险产品结构，如果产品结构发生大变化必然会影响资产配置，中期来看，如果健康险、医疗险、年金等 3-5 年大幅增长或获得市场认可，会影响资产结构配置。
- **收益率**：1) 13 年市场资金成本上升，收益率中枢上移，新增债券投资会有比较好的收益，此外，13 年有较多过往投资收益相对较低的到期再投资资金，我们判断也可以提升这部分资金的整体收益率，进而总体定息产品收益会提升。2) 协议存款和市场利率相关但不直接挂钩，还取决于央行政策及银行存贷比等，波动较大，13 年需求不如 12 年大。太保资产会有效配置这两个品种。
- **信用债**：在债券投资中占比较高，未来 2-3 年将继续提升，出于以下考虑：1) 信用债市场发展特别快，且高速增长的势头仍将持续，在这种市场环境下，投资品种增多而且获利机会大，保监会债券投资放开主要也是在信用债方面的放开；2) 内部看，近年对固定收益率产品乃至信用产品投资的经验，增强信用风险识别和评估的能力，能稳健地从信用债投资中取得收益；3) 从负债特性看，由于负债成本不低，相对于利率产品，信用产品可提供更好的绝对收益，而且伴随参与主体的增多，也可以通过合适的交易策略获得超额的相对收益。

Q4: 和银行、券商资管相比较，保险资管的竞争优势在哪？

- 太保资产以前做机构客户的业务，与银行、券商资管比较有**差异化优势**：
1) **中长期定位服务于机构投资者**，多年机构客户资管经验使其在整体架构和投资策略经验丰富，参于基金协会只是为了关注未来可能的机会，视市场情况和机会成本等择机收购基金公司，做个人投资者的资产管理；2) **聚焦相对有效的投资策略**，不同于银行、券商资管，保险资管在过往的投资策略上受限较多，投资策略上具有差异化，要注重相对有效的投资策略，并择机选择外部投资人。

Q5: 股权投资中保险资金和公司自有资金的占比？

- 股权 9%（含非上市股权，这部分只有寿险有，通常是传统险投的）中产险只有 1 个账户，权益都是公司自有资金；寿险分不同账户，传统险和资本金并在一起作为一个账户；其它账户都是准备金。股权投资在这 3 个账户的占比上，产险比例偏低，因为不需要较高的风险偏好。

Q6: 投资渠道开放程度提升风险也在提升，投资资产中哪部分风险最高？

- 只能说波动性最大的是股票，风险较高是权益类：1) 非上市股权，投城商行，我们认为资产优质；2) 流通股结构调整后，核心资产 6-7 成是高股息的，剩下的这部分流通股是较为担心风险的。特别强调不能简单看资产情况，一定要和产品负债匹配，暂时没有风险错配情况。

Q7: 另类投资从收益和风险综合考虑，哪类资产类别发展潜力最大？

- 狭义另类投资是指基础设施债权计划、不动产、PE 等，广义还包含信托、券商、银行理财产品等。发展潜力不能一概而论，还是要从保险产品负债属性出发，因为是对保险资金的投资。可以一概而论的是**未来 1-2 年基础设施债权计划、不动产（股权或债权）将是较好的投资选择，相对来讲需求较大**。此外，**信托产品和券商资管产品也可以更加关注**，因为与前述两者相同的是它们的基础资产一致，但保险资金不会简单买信托或券商产品，一定会进入基础资产层面，作为大的机构客户或买家。另外，PE 的现金流属性，比如 5 年没有现金回报，5 年后有回报，暂时不适合保险产品资产配置，未来如果有大量保额分红的产品可能会支撑 PE，期间红利少终了红利多。最后，衍生品作为对冲工具，如股指期货、转融等，也会有较高的需求，锁定风险，对冲出绝对回报。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	3	16
增持	0	1	4	5	28
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.71	1.67	1.64

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

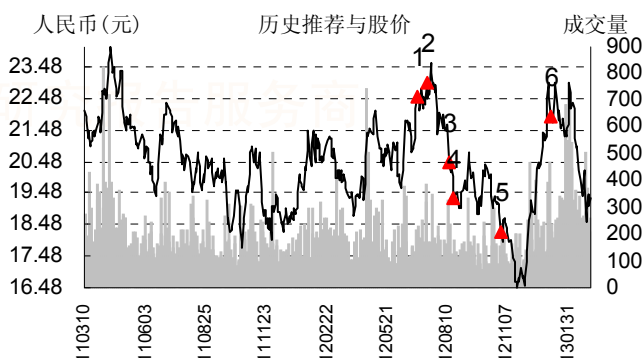
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-07-02	增持	22.52	24.08 ~ 26.49
2 2012-07-13	增持	22.99	N/A
3 2012-08-13	增持	20.45	24.08 ~ 26.49
4 2012-08-20	增持	19.33	24.08 ~ 26.49
5 2012-10-29	增持	18.25	N/A
6 2013-01-08	增持	21.90	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net