

2014年01月16日

郑春明

C0059@capital.com.tw

目标价(元)

21.00

公司基本资讯

产业别	非银金融		
A股价(2014/1/15)	17.11		
上证综指(2014/1/15)	2023.35		
股价 12 个月高/低	22.98/15.4		
总发行股数(百万)	9062.00		
A股数(百万)	6208.29		
A市值(亿元)	1550.51		
主要股东	香港中央结算 (代理人)有限公司(30.57%)		
每股净值(元)	11.13		
股价/账面净值	1.54		
一个月	三个月	一年	
股价涨跌(%)	-5.4	3.3	-19.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2012-11-16	16.91	买入
2013-1-24	21.22	买入

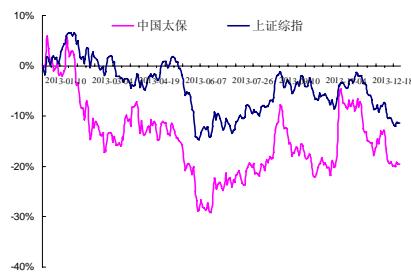
产品组合

寿险:分红险	48.7%
商业车险	28.0%
寿险:传统险	11.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	11.3%
一般法人	62.9%
财务公司	0.0%

股价相对大盘走势



中国太保(601601.SH) Buy 买入(维持)

寿险政策红利有望逐渐释放，产险看点仍在保费规模

公司寿险逐渐走出低谷，政策红利未来几年有望释放；产险规模在汽车销量带动下有望继续增长；公司投资表现较为稳定，2014 年净收益率存在超预期上行的可能。此外，受到 2012 年低基期的因素影响，太保 13 年业绩高增长已基本确定。

- **近期经营情况：**中国太保前三季度实现净利润81亿元，*yoY +158%*，增速大幅上行，主要由于三季度表现超预期：30单季实现净利润26亿元，*YoY +427%*。三季度表现突出主要源于投资收益增速的高增长以及资产减值损失计提的明显减少：其中三季度投资收益77.66亿元，*YoY +58%*，而资产减值损失约为0.64亿元，大幅下降96%；并且去年同期净利润仅为4.97亿元。受2012年基期较低影响，2013年的高增长已基本确认。
- **太保寿险逐渐走出低谷，政策红利未来有望释放：**太保寿险受到银保收入占比较高的影响，收入波动较大，不过自2011年公司提出“聚焦营销、聚焦期缴”的战略以来，业务结构改善显著，目前营销渠道占比提升至55%，太保寿险收入也借此逐渐走出低谷。此外从行业来看，年金递延税政策预计将带动企业年金市场规模的上升，险企受托管理及投资管理规模有望同步上涨；此外，保监会去年8月1日发文，宣布放开传统人身险2.5%的利率上限，虽短期影响有限，不过长期将对行业形成利好，未来几年来政策红利有望慢慢释放。
- **产险看点仍在保费规模增长：**公司产险业务竞争力强，市场占有率稳中有升，2013年上半年为12.9%，较上期提升了0.3个百分点；虽目前产险综合成本率承压（其中太保2013H1 97.7%，较2012年末提高了1.9个百分点），不过在保费规模的带动下，公司产险盈利仍然处于较高的水平：2013H1产险净利增速达11%。预计未来随着保费规模在汽车销量的稳步带动下，产险盈利仍有保障。
- **投资：2014年净投资收益率有望超预期：**中国太保的投资资产配置方面主要还是以固定收益率为主，占比约为85%左右；我们预计2014年公司从这方面获得的收益将会延续2013年的局面，主要还是源于我们认为利率中枢仍维持较高水平。此外，太保的权益类投资收益在2014年或会明显好于2013年：群益策略部认为2014年股市有望录得10%~20%的正收益，这方面有望带来太保年度收益率约1个百分点的提高。
- **盈利预测：**预计公司2013/2014年分别实现净利润101.3/125.0亿元，*YoY 分别增长99.5%、23.4%*，折合EPS分别为1.1元、1.4元；目前A股价对应的P/E约为1.1倍，且A股价相对H股折价逾20%，估值处于较低位置，维持买入的投资建议。

.....接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013E	2014F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	8,557	8,313	5,077	10,127	12,500
同比增减	%	16.33%	-2.85%	-38.93%	99.47%	23.43%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.00	0.97	0.59	1.18	1.45
同比增减	%	14.74%	-2.85%	-38.93%	99.47%	23.43%
市盈率(P/E)	X	17.31	17.81	29.17	14.62	11.85
股利 (DPS)	RMB 元	0.3	0.35	0.35	0.35	0.35
股息率 (Yield)	%	1.74%	2.03%	2.03%	2.03%	2.03%

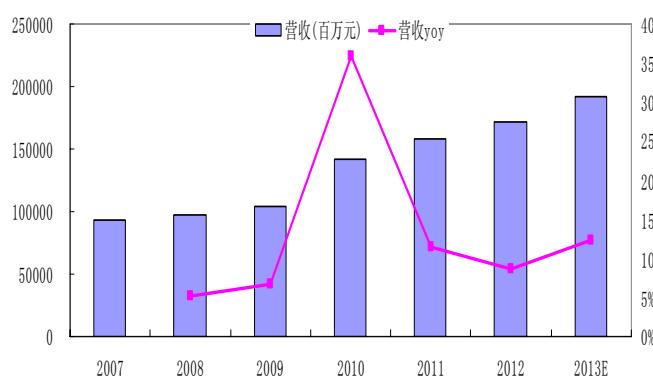
近期经营业绩

太保近年来营收增速总体稳定，2012年营收为1714.5亿元，*YoY +8.6%*；不过净利润方面受到资产减值损失计提的影响则波动较大，其中2012年尤为如此，净利润呈现负增长。

根据公司最近公布的三季报，2013年前三季度实现营收1496.28亿元，*YoY +13.3%*；净利润81亿元，*YoY +158%*，增速大幅上行，主要由于三季度表现超预期：3Q单季实现净利润26亿元，*YoY +427%*。

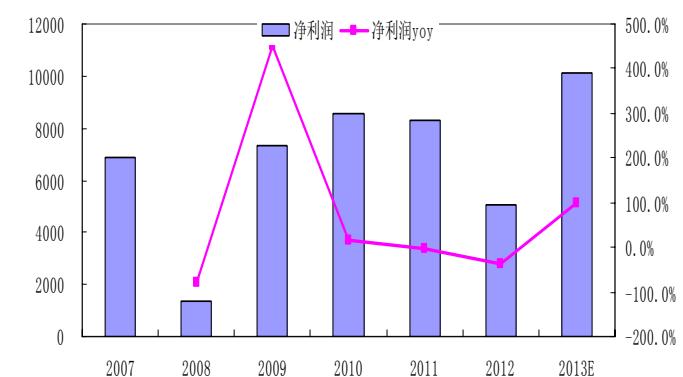
三季度业绩表现抢眼，一方面投资收益增速的高增长以及资产减值损失计提的明显减少是主因：其中三季度投资收益77.66亿元，*YoY +58%*，而资产减值损失约为0.64亿元，大幅下降96%；另一方面也是由于去年大幅计提资产减值导致基期较低（去年同期净利润*YoY -58.7%*）。**由于2012年整体的基期较低，2013年的高增长已经基本确认。**

图1：太保年营收及营收增速（百万元）



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

图2：太保年净利润及增速（百万元）

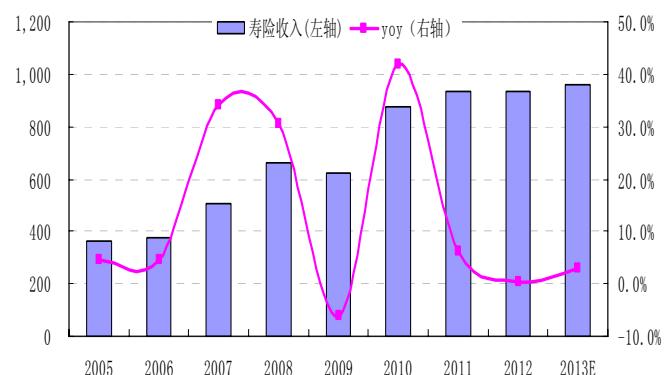


资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

寿险：太保寿险逐渐走出低谷，政策红利未来有望释放

公司寿险保费增速总体维持在较高水平，其中2005-2010年的复合增速更是达到19%；不过由于太保保费中银保渠道占比较高，而银保渠道受到利率市场化的影晌导致竞争力逐渐丧失，且政策的多变也造成了公司寿险收入的波动较为剧烈，如2009年“提升银保渠道期缴比例”及2011年“保险公司银保专管员不得在银行网点驻点”等政策都对公司保费的增速造成了明显的影响。

图3：太保寿险年收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

战略结构调整显著，寿险逐渐走出低谷

自 2011 年以来，公司提出“聚焦营销，聚焦期缴”的经营战略，不断优化业务结构降低银保结构收入比例，经过数年的调整，截止 2013 年上半年银保收入占寿险比例已由 2010 年的 55% 降至目前的 36%，营销渠道收入则由 40% 提升至 55%。**公司寿险业务也借此慢慢走出低谷（图 5）。** 截止至 2013 年 11 月，太保寿险保费总额约为 904 亿元，yoY +2.61%。

此外，随着业务价值较高的个险渠道占比的提升，预计公司新业务价值增速也有望反弹，预计 2013/2014 年分别为 7%、10%。

图 4：银保渠道及营销渠道占寿险收入比例

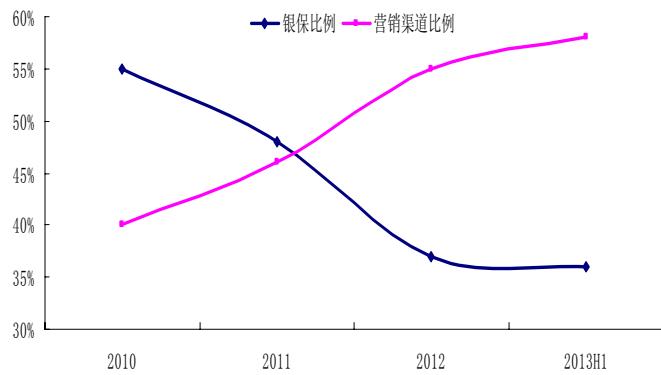
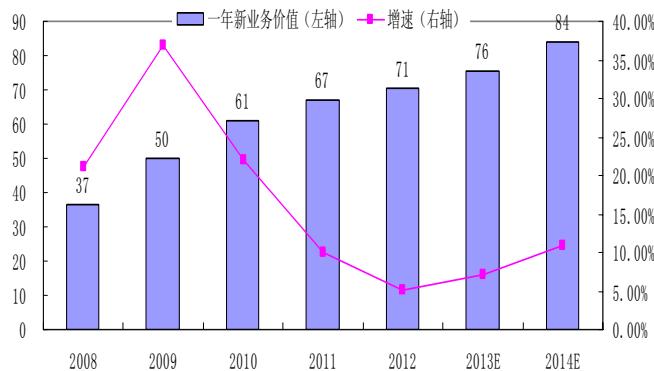


图 5：寿险收入逐渐走出低谷（亿元）



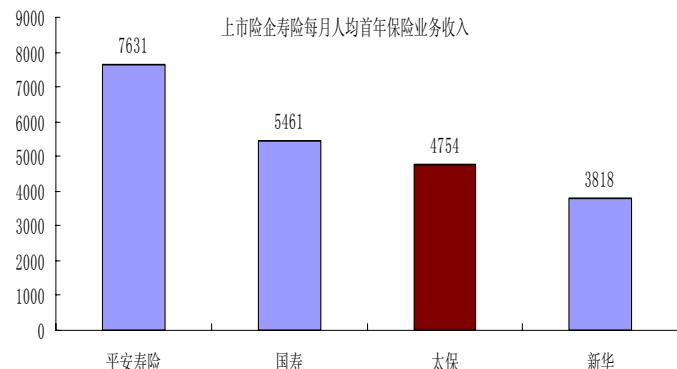
图 6：寿险一年新业务价值及增速（亿元）



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

从营销人员个人产能来看，目前公司营销人员个人产能较平安、国寿等仍有不小差距，未来提升空间较大；在保险业营销人员规模难增的背景下，营销个人产能的增长或将对寿险业务收入的提升作主要贡献。

图 7：太保营销人员人均产能提升空间较大（2013H1，元）



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

递延税政策有望提升企业年金规模

2013年12月6日，三部委联合发布中国版“401K”计划，从2014年1月1日起，将实施企业年金、职业年金个人所得税递延纳税优惠政策。《通知》主要内容包括：A、企业年金和职业年金明确在缴费层面，对于符合条件的企业和个人，在缴费时都可以缓征个人所得税。B、年金投资运营明确了投资收益在分配计入个人账户时暂不缴纳个人所得税。C、对领取时的所得税征收做了明确说明，如果一次性领取，按照当年的平摊来缴纳个人所得税；如果是分年来领取，将领取的年金和其他收入加总，按月缴纳所得税。

我们认为，企业年金对个人税收方面有明显的优惠政策，有助于个人缴费比例的增加，提高个人参与企业年金缴费的积极性。不过目前我国企业年金规模相对较小，参与者主要为大型国企，预计随着税收优惠政策的推出，将推动更多的中小企业及民营企业参与其中。

从目前企业年金的管理链条来看，受托人、账户管理人、投资管理人、托管人四个牌照中，保险企业参与率最高的是受托及投资管理环节，份额约为70%、50%，预计险资受益最大的环节来自于这两部分。

2013年底，国内企业年金规模约为6000亿元（*YoY +20%*左右），由于新税政策在2014年1月1日开始实行，预计未来几年内，企业年金规模提升空间较大，险企也将受益于受托资产和投资管理资产的规模的同步增长。

从太保方面来看，太保控股51%的长江养老2013年上半年受托资产约为341亿元，投资规模281亿元；若按保监会的管理费率上限0.2%、1.2%的受托费率分别计算，目前长江养老对太保收入贡献仅为2亿元左右，相对较小，短期递延税政策对公司业绩影响不大。

传统险政策红利虽短期影响有限，但未来有望逐渐释放

2013年8月1日，保监会下发《中国保监会关于普通型人身保险费率政策改革有关事项的通知》，自8月5日起，普通型人身保险预定利率由保险公司按照审慎原则自行决定。费率改革放开普通型人身保险预定利率，将定价权交给公司和市场，由保险公司按照审慎原则自行决定，不再执行2.5%的上限限制，同时明确法定责任准备金评估标准，改革后新签发的普通型人身保险保单，法定责任准备金评估利率不得高于保单预定利率和3.5%的小者，强化准备金和偿付能力监管约束，防范经营风险。

我们认为，短期内预定利率的提高在保额不变的情况下，将会一定程度上降低保费，可能会收窄保单的盈利空间。不过目前传统险在总保费中占比较低（太保最新数据为 8.5%），政策推出以来虽然有部分险资企业推出一批预定利率高于 2.5% 的传统险销售，但总体上还以谨慎为主。

从长期来看，利率的放开将提升传统险保单的吸引力，增加传统险保单销量，对寿险保费的增长将起到较大的提振作用。

太保目前传统险新产品仍在准备中，具体时机仍取决于市场竞争情况：从保费来看，自 8 月以来公司保费并未受到传统险利率放开影响，仍然呈现稳步回暖走势。我们预计全年寿险保费约在 970 亿元左右，增速约为 3.7%，寿险业务收入预计将逐渐好转。

产险：未来看点仍在保费规模增长

近年来国内车险市场竞争激烈，公司产险的综合成本率持续上升，其中 2013 年上半年约为 97.7%，较 2012 年末提升了约 1.9 个百分点。2013 年 3 季度以来自然灾害频发，预计 2013 年全年的综合成本率将高于中期的 97.7%，粗略估计可能在 98% 左右。

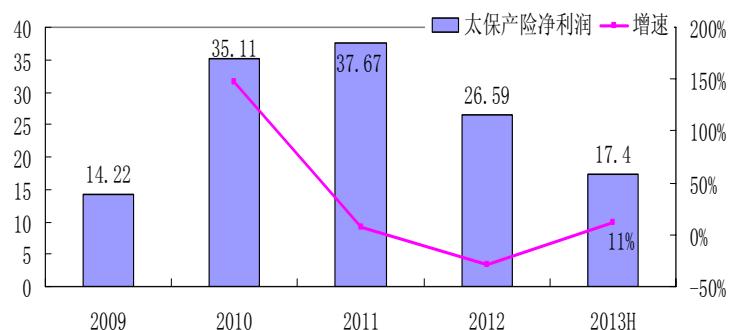
图 8、综合成本率



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

虽然目前整个车险市场的成本率较高，但在保费规模增长的带动下，财险行业的盈利还是维持在较高的水平。其中，太保产险 2013 年上半年净利润 17.4 亿元，增速达 11%。

图 9、太保产险净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

产险盈利主要依赖保费增长

在行业整体成本率高企的背景下，产险的盈利主要依赖于保费规模的增长。近年来，**太保产险业务市场占有率为12.9%**；公司产险保费收入也维持在较高的增速水平：公司产险1-11月保费约为739亿元，**YoY +17.7%**，领先于主要竞争对手平安产险（+16%）。

由于车险在太保产险收入中占比约达75%，汽车销量与产险保费的相关度较高。从汽车销量来看，目前增速基本保持在两位数的水平：2013年11月汽车销量增速约为14%，群益汽车行业研究部预计13/14年汽车增速分别在13%、12%，我们预计汽车销量的高增速将同步带动太保产险保费继续同步增长，预计2013年全年产险保费约为810亿元，增速在16%左右。

预计太保产险全年的净利润将维持在与上半年相当的增速，约贡献30%左右的净利润，在30亿元左右。

图 10、太保产险市占率



图 11、太保产险收入增速

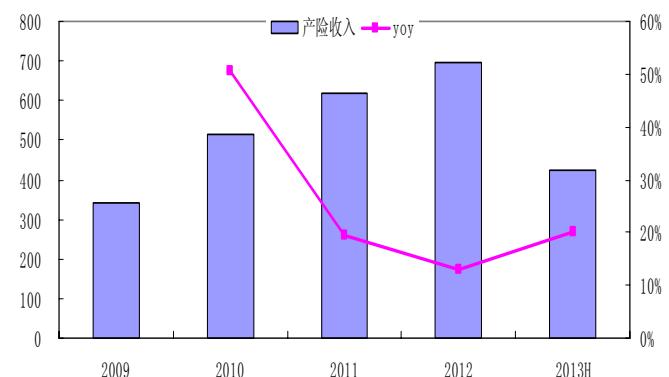


图 12、汽车销量与产险保费增速 (YoY)

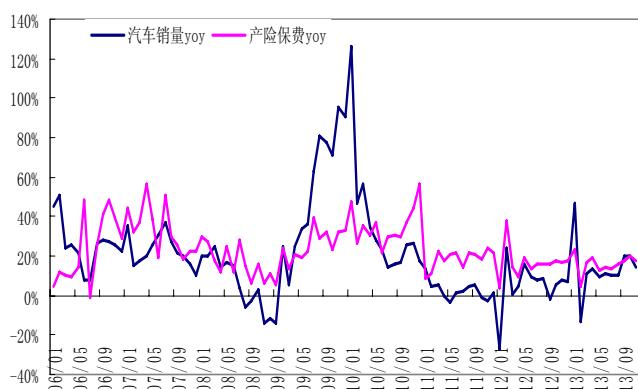
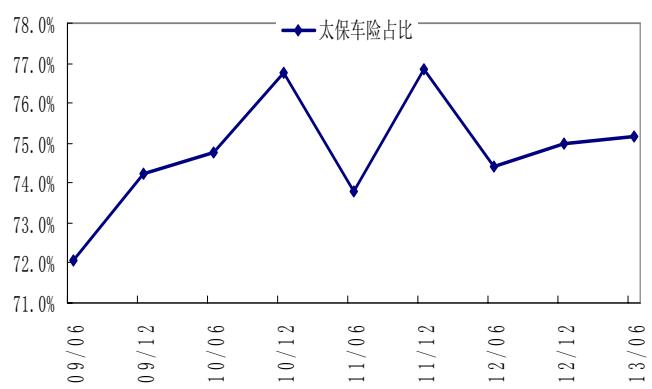


图 13、太保车险占比



资料来源：公司公告，中汽协，群益证券上海研究部

资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

资产管理业务：净投资收益率有望超预期

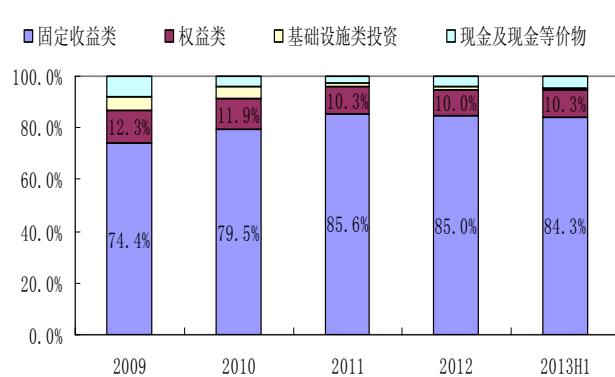
中国太保的投资资产配置方面主要还是以固定收益为主，占比约为85%左右；权益类投资约在10%-25%的投资上限，以稳健为主，与行业水平基本相当。太保净投资收益率呈现逐年提升的态势，2013年上半年公司净投资收益率约为5%。

图 14、太保投资收益率情况 (%)



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

图 15、太保投资资产



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

2013 下半年以来债券收益率快速上行，收益率水平上升幅度大于 100Bp，目前十年期国债达到 4.6% 左右的水平，随着利率市场化的推进，预计 2014 年利率中枢维持高水平的概率较大，十年期国债将基本与 2013 年相当，维持在 4-5% 左右的水平，因此我们认为太保固定收益类收益率基本维持与 2013 年相当的水准。

此外，近期保监会连续出台险资投资创业板以及放开存量保单入市蓝筹股的政策，都对险资投资权益类产品起到一定的提振效果，为保险企业提高权益类回报提供了机会。

而目前股市整体处于估值底部，群益策略部认为明年股市录得正收益的可能性较大（参见《2014 年大陆股市投资策略：新改革、新起点》），预计全年股市回报率水平或可达到 10%-20%，这方面有望带来太保年度收益率约 1 个百分点的提高。权益类资产投资收益率的提升将为公司整体的净资产收益率带来超预期的契机。

投资建议

公司寿险逐渐走出低谷，政策红利未来几年有望释放；保费逐渐改善；产险规模在汽车销量带动下有望继续增长；太保投资表现较为稳定，2014 年净收益率存在超预期上行的可能。此外，受到 2012 年低基期的因素影响，太保 13 年业绩高增长已基本确定。

预计公司 2013/2014 年分别实现净利润 101.3/125.0 亿元，分别增长 99.5%、23.4%，折合 EPS 分别为 1.1 元、1.4 元；目前 A 股价对应的 P/EV 约为 1.1 倍，且 A 股较 H 股折价逾 20%，估值处于较低位置，维持买入的投资建议。

预期报酬(Expected Return ; ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$)；买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)



附一：合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
营业收入	141,662	134,428	171,451	192,493	217,812
已赚保费	119,751	113,732	147,839	161,538	185,226
保险业务收入	139,555	154,958	163,228	178,973	204,029
提取未到期责任准备金	6382	13230	3594	4194	2040
投资收益	21,067	20,075	22,374	29,730	30,735
营业支出	130,972	147,288	165,377	179,444	202,121
退保金	4,489	9,588	12,318	18,170	14,818
赔付支出	34,523	41,452	49,633	53,579	63,786
提取保险责任准备金	64,707	61,795	60,169	63,235	73,203
保险手续费及佣金支出	11,198	13,226	14,799	16,559	18,523
营业利润	10,690	9,642	6,044	13,025	15,691
利润总额	10,670	10,399	6,113	13,095	15,744
净利润	8,557	8,313	5,077	10,127	12,500

附二：合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
货币资金	14960	14903	23875	27,160	30,897
定期存款	106772	137373	164297	184,407	206,978
交易性金融资产	3604	2907	1714	1,982	2,292
可供出售金融资产	119759	117592	135815	158,876	185,854
持有至到期投资	157360	202536	248766	295,136	350,149
其他资产合计	73,256	95,301	107,035	127,547	151,482
资产合计	475711	570612	681502	795,108	927,653
保户储金及投资款	51354	47262	41833	48,108	55,324
未到期责任准备金	23407	28177	31264	39,080	48,850
寿险责任准备金	258797	314707	372730	428,640	492,935
其他负债合计	60,602	102,411	138,106	171,181	211,170
负债合计	394160	492557	583933	687,009	808,280
股本	8600	8600	9062	9,062	9,062
股东权益总额	80297	76796	96177	89,575	94,226
负债和所有者权益总计	475,711	570,612	681,502	795,108	927,653

附三：合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	61,618	55,527	52,124	60,109	69,318
投资活动产生的现金流量净额	-70,600	-84,112	-70,992	-76,671	-82,805
筹资活动产生的现金流量净额	-3,383	26,114	28,896	23,117	18,493
现金及现金等价物净增加额	-12,678	-2,594	10,024	6,555	5,007

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证劵(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。