

2014年08月26日

郑春明

C0059@capital.com.tw

目标价(元) 22.00

### 公司基本资讯

|                 |                             |
|-----------------|-----------------------------|
| 产业别             | 非银金融                        |
| A 股价(2014/8/26) | 19.46                       |
| 上证综指(2014/8/26) | 2207.11                     |
| 股价 12 个月高/低     | 20.5/15.08                  |
| 总发行股数(百万)       | 9062.00                     |
| A 股数(百万)        | 6286.70                     |
| A 市值(亿元)        | 1763.47                     |
| 主要股东            | 香港中央结算<br>(代理人)有限公司(30.58%) |
| 每股净值(元)         | 11.73                       |
| 股价/账面净值         | 1.66                        |
|                 | 一个月 三个月 一年                  |
| 股价涨跌(%)         | -2.4 17.4 16.3              |

### 近期评等

| 出刊日期      | 前日收盘  | 评等 |
|-----------|-------|----|
| 2014-1-16 | 17.11 | 买入 |

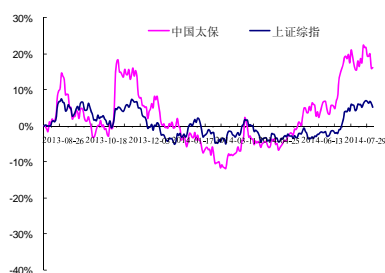
### 产品组合

|        |       |
|--------|-------|
| 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)

### 半年报点评: 追求有质量的增长

#### 结论与建议:

公司发布半年报, 公司 14H1 实现归母净利润约 68.48 亿元, YOY 增长 25.3%, 总体表现仍属稳健, 不过据我们的预期仍略少 10 亿元左右, 一方面主要受到银保新规影响, 拖累 Q2 寿险保费负增长; 另一方面产险方面成本率的上升也略超我们的判断。此外, 我们仍然看到较为积极的一面, 寿险方面“聚焦个险、聚焦期缴”战略取得显著效果, 新业务价值取得约 23% 的增速, 显著好于同业; 产险方面, 公司加快了非车险新兴领域的布局, 日前已受让安信农保 34.34% 股权, 未来有望在非车险领域取得突破。

■ **业绩略低于预期:** 太保14H1实现净利润68.5亿元, YOY增长25.3%, Q2单季度实现营收略下滑0.9%、净利润增长12.3%, 总体来说仍低于我们的预期。低预期一方面来自于Q2寿险保费的负增长, 单季度寿险保费收入同比降约15%, 银保渠道保费受新规影响致收缩加速; 另一方面也与上半年股市低迷有关, 上半年计提资产减值损失约37.3亿元, YOY大增493.9%。在上述背景下, 上半年仍能保持25%的较好增速且Q2净利润增速明显高于营收, 这方面主要由于会计变更带来的保险责任准备金释放, Q2计提准备金占已赚保费比例仅为16.3%, 较往年30%的比例大幅下降。

■ **寿险两个“聚焦”成效显著:** 公司自2011年实施“聚焦个险、聚焦期缴”战略, 至2014H1末已取得不错成效, 虽然Q2银保保费收缩致总保费有所下滑, 不过我们也看到了寿险保费结构的改善带来的质量增长: 上半年末公司实现新业务价值52.3亿元, YOY增长22.9%, 在同业中处于领先水准。其中个险渠道新业务价值44.1亿元, YOY增29.1%, 占比较去年提升4.1个百分点至84.4%。此外, 上述提到会计变更带来的准备金释放也主要体现在寿险方面, 上半年寿险业务实现净利润约为49.1亿元, YOY大增41.9%。

■ **产险成本仍有压力:** 14H1公司产险共实现保费收入481.3亿元, YOY增长13.8%, 保费增速尚属平稳, 不过综合成本率则进一步恶化, 上半年末同比提升1.8pct至99.5% (同期平安、人保均约为94.4%), 主要来自于赔付率的增加; 车险方面亦继续攀升至100.0%, 同比提升0.2个百分点, 预计在车险费改推出后, 未来成本管控方面仍有较大压力。成本的上升也拖累了业绩表现, 产险上半年实现净利润14.7亿元, YOY下滑15.3%。

■ **投资配置总体稳健, 看好下半年股市表现:** 投资方面, 公司Q2末集团管理资产8652.4亿元, 较年初增15.9%, 配置方面股票比例略减1个百分点至3.7%, 债券比例降1.4个百分点至54.6%, 此部分主要转向理财产品及债权投资计划, 占比分别提升1.4、0.5个百分点至1.9%、5.7%。投资资产的稳定增长带动上半年投资收益 (含公允价值变动损益) 同比增12.0%至177.1亿元。总投资收益率方面较去年降低约0.4个百分点至4.4%, 主要由于上半年股市低迷, 公司计提了一定的资产减值损失; 不过进入下半年后, 在蓝筹股带动下沪深股市触底反弹, 7月至今沪深300已累计上涨约8.21%, 这与我们年初的判断是一致的, 并且我们认为下半年股市仍有较大的上涨空间, 预计公司全年总投资收益率将在下半年有所好转, 全年有望维持去年5%左右的水平。

■ **盈利预测:** 考虑到上半年业绩不达预期, 我们略下调公司全年预测10亿元至115亿元, YOY增长24%, 折合EPS 1.27元, 目前A股价对应2014年P/EV约1.1倍, 估值不高, 我们看好公司寿险结构的改善对新业务价值带来的持续提升, 且A股价相对H股折价逾15%, 沪港通开放后或具备一定吸引力, 暂维持买入的投资建议。

..... 接续下页 .....

| 年度截止 12 月 31 日  |         | 2011   | 2012    | 2013   | 2014F  | 2015F  |
|-----------------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 8,313  | 5,077   | 9,261  | 11,488 | 12,607 |
| 同比增减            | %       | -2.85% | -38.93% | 82.41% | 24.05% | 9.73%  |
| 每股盈余 (EPS)      | RMB 元   | 0.97   | 0.56    | 1.02   | 1.27   | 1.39   |
| 同比增减            | %       | -2.85% | -42.04% | 82.41% | 24.05% | 9.73%  |
| 市盈率 (P/E)       | X       | 21.21  | 34.73   | 19.04  | 15.35  | 13.99  |
| 股利 (DPS)        | RMB 元   | 0.35   | 0.35    | 0.4    | 0.4    | 0.45   |
| 股息率 (Yield)     | %       | 2.05%  | 2.05%   | 2.34%  | 2.34%  | 2.63%  |

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        | 2011    | 2012    | 2013    | 2014F   | 2015F   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 134,428 | 171,451 | 193,137 | 204,105 | 203,574 |
| 已赚保费       | 113,732 | 147,839 | 159,625 | 163,656 | 162,911 |
| 保险业务收入     | 154,958 | 163,228 | 176,923 | 182,761 | 182,616 |
| 提取未到期责任准备金 | 13230   | 3594    | 2003    | 5681    | 5095    |
| 投资收益       | 20,075  | 22,374  | 32,277  | 38,279  | 38,279  |
| 营业支出       | 147,288 | 165,377 | 178,481 | 189,016 | 189,065 |
| 退保金        | 9,588   | 12,318  | 19,783  | 26,666  | 24,950  |
| 赔付支出       | 41,452  | 49,633  | 58,816  | 57,425  | 57,749  |
| 提取保险责任准备金  | 61,795  | 60,169  | 58,663  | 57,904  | 59,456  |
| 保险手续费及佣金支出 | 13,226  | 14,799  | 16,652  | 17,769  | 17,668  |
| 营业利润       | 9,642   | 6,044   | 11,868  | 15,069  | 14,509  |
| 利润总额       | 10,399  | 6,113   | 11,914  | 15,142  | 14,549  |
| 净利润        | 8,313   | 5,077   | 9,261   | 11,488  | 12,607  |

附二：合并资产负债表

| 百万元        | 2011    | 2012    | 2013    | 2014F   | 2015F   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金       | 14903   | 23875   | 16561   | 18,840  | 21,432  |
| 定期存款       | 137373  | 164297  | 144317  | 161,981 | 181,808 |
| 交易性金融资产    | 2907    | 1714    | 4926    | 5,696   | 6,587   |
| 可供出售金融资产   | 117592  | 135815  | 175489  | 205,287 | 240,145 |
| 持有至到期投资    | 202536  | 248766  | 262942  | 311,954 | 370,103 |
| 其他资产合计     | 95,301  | 107,035 | 119,298 | 140,387 | 164,790 |
| 资产合计       | 570612  | 681502  | 723533  | 844,146 | 984,865 |
| 保户储金及投资款   | 47262   | 41833   | 34520   | 39,698  | 45,653  |
| 未到期责任准备金   | 28177   | 31264   | 35297   | 44,121  | 55,152  |
| 寿险责任准备金    | 314707  | 372730  | 426736  | 490,746 | 564,358 |
| 其他负债合计     | 102,411 | 138,106 | 126,594 | 158,579 | 197,397 |
| 负债合计       | 492557  | 583933  | 623147  | 733,145 | 862,560 |
| 股本         | 8600    | 9062    | 9062    | 9,062   | 9,062   |
| 股东权益总额     | 76796   | 96177   | 98968   | 107,441 | 104,010 |
| 负债和所有者权益总计 | 570,612 | 681,502 | 723,533 | 844,146 | 984,865 |

附三：合并现金流量表

| 百万元           | 2011    | 2012    | 2013    | 2014F   | 2015F   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 55,527  | 52,124  | 45,114  | 47,370  | 49,738  |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -84,112 | -70,992 | -20,010 | -80,040 | -73,637 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 26,114  | 28,896  | -30,581 | 30,341  | 28,824  |
| 现金及现金等价物净增加额  | -2,594  | 10,024  | -5,477  | -2,329  | 4,925   |

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益证券(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，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)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此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)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @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i @。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。