

中国太保 (601601.SH) 保险业行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

耿艳艳
 联系人
 (8621)61038210
 gengyanyan@gjzq.com.cn

贺国文
 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
 (8621)60230235
 hegw@gjzq.com.cn

寿险业务品质优良, 产险存在较大改善空间

事件

- 中国太保发布 2014 年年报, 归属于母公司股东净利润为 110.49 亿元, 同比增长 19.3%; 归属于母公司股东权益为 1171.31 亿元, 较 2013 年末增长 18.4%。董事会建议派发每股现金股息 0.50 元 (含税)。

评论

- **业绩符合预期:** 1) 2014 年中国太保共实现归属于母公司股东净利润 110.49 亿元, 同比增长 19.3%, 基本每股收益 1.22 元; 期末归属于母公司股东权益为 1171.31 亿元, 较 2013 年末增长 18.4%, 归属于母公司股东每股净资产 12.93 元; 一年新业务价值 87.25 亿元, 同比增长 16.3%; 期末内含价值 1712.94 亿元, 比上年末增长 18.6%。2) 中国太保归属于母公司股东净利润增速低于其他上市公司, 主要原因在于受产险净利润同比负增长 60.5% 拖累。对比太保产险和平安产险的净利润, 可以看到平安产险净利润同比大幅增长 50.4%。再对比各家寿险公司的净利润增速, 可以看到太保寿险的净利润增速为最高的。3) 与其他三家上市公司相比, 剔除分红、募资及准备金假设调整影响后, 中国太保 2014 年的净资产实际增长 26.7%, 与新华和国寿非常接近。
- **个险新业务价值占比提升, 寿险一年新业务价值较快增长。** 1) 太保寿险 2014 年实现保险业务收入 986.92 亿元, 同比小幅增长 3.8%, 主要原因在于法人渠道业务同比下降 22.2%, 而个人业务仍然实现了 18.7% 的较高增速。从缴费方式看, 期缴占新保比达到 54%, 提升 9 个百分点; 从产品类型看, 分红险占比下降至 68.8%, 而传统险保费大幅增长 44.1%, 占比达到 24.5%。2) 新业务价值同比增长 16.3%, 低于平安, 而高于国寿和新华。2014 年太保新业务价值率达到 24.5%, 同比提升 3.8 个百分点, 其中个险新业务价值占比进一步提升, 达到 92.5%, 较 2013 年同期提升 4.8 个百分点。3) 2014 年个险月均代理人数量和人均产能均实现较大幅度提升, 其中人均产能同比增长 5.9%, 月均代理人数量增长 14.3%, 增速居四家上市公司之首, 达到 34.4 万人。
- **产险增速放缓且近六年来首次承保亏损, 改善空间较大。** 1) 2014 年太保产险实现保险业务收入 930.26 亿元, 同比增长 13.8%, 增速放缓。同时, 近六年来首次承保亏损, 综合成本率达到 103.8%, 同比上升 4.3 个百分点。其中, 赔付率上升 2 个百分点达到 68%, 费用率上升 2.3 个百分点, 达到 35.8%。2) 太保产险综合成本率显著高于平安 (95.3%) 和人保 (96.5%)。主要原因, 一是受准备金评估变化因素影响, 该因素提高产险综合成本率 3.6 个百分点, 提高车险和非车险综合成本率分别为 3.3 和 5.2 个百分点; 二是太保产险在业务管控上存在较大的改善空间。管理层对待产险综合成本率的态度非常坦诚, 直面问题并致力于解决问题, 我们预计随着后续针对性措施落地, 太保产险 2015 年将重回承保盈利区间。
- **总投资收益率居四家公司之首。** 1) 截至 2014 年底中国太保的投资资产规模达 7618.86 万亿元, 较 2013 年末增长 14.3%。太保的资产配置结构基本稳定, 固定收益类增加 1.9 个百分点, 主要增加了债权投资计划和理财产品的占比; 权益投资类下降了 0.7 个百分点, 其中基金和股票的占比均有所下降, 理财产品上升了 0.7 个百分点。2) 2014 年太保总投资收益率达到 6.1%, 为四家上市公司中最高的, 净投资收益率达到 5.3%, 与平安持平, 高于国寿和新华。

投资建议

- 中国太保寿险业务品质优良, 预计 2015 年新业务价值仍能保持两位数的较快增长; 产险在 2015 年将大概率实现承保盈利; 资管业务市场化管理明确, 有望显著提高公司的投资管理能力; 公司专注保险主业的战略目标非常清晰且执行到位, 各子公司未来将进一步协同发展。维持“买入”评级, 并维持 47 元的目标价位不变, 相当于 2015 年 2.1 倍 P/EV。

内容目录

一、业绩符合预期	3
二、个险新业务价值占比提升，寿险一年新业务价值较快增长	4
三、产险增速放缓且近六年来首次承保亏损，改善空间较大	5
四、总投资收益率居四家公司之首	6

图表目录

图表 1: 2014 年业绩简表	3
图表 2: 各上市公司净利润增速对比	3
图表 3: 同口径下净资产的同比变化 (百万元)	4
图表 4: 保费保持较快增速	4
图表 5: 历年新业务价值增速	5
图表 6: 个险新业务价值占比达到 92.5%	5
图表 7: 太保寿险代理人增速居四家公司之首	5
图表 8: 产险保费增速及综合成本率	6
图表 9: 上市公司综合成本率对比	6
图表 10: 分业务综合成本率及受准备金评估变化影响情况	6
图表 11: 资产配置结构稳定，投资收益率显著提升	7
图表 12: 四家公司投资收益率情况	7

一、业绩符合预期

- 2014 年中国太保共实现归属于母公司股东净利润 110.49 亿元，同比增长 19.3%，基本每股收益 1.22 元；期末归属于母公司股东权益为 1171.31 亿元，较 2013 年末增长 18.4%，归属于母公司股东每股净资产 12.93 元；一年新业务价值 87.25 亿元，同比增长 16.3%；期末内含价值 1712.94 亿元，比上年末增长 18.6%。
- 中国太保归属于母公司股东净利润增速低于其他上市公司，主要原因在于受产险净利润同比负增长 60.5% 拖累。对比太保产险和平安产险的净利润，可以看到平安产险净利润同比大幅增长 50.4%。再对比各家寿险公司的净利润增速，可以看到太保寿险的净利润增速为最高的。
- 与其他三家上市公司相比，剔除分红、募资及准备金假设调整影响后，中国太保 2014 年的净资产实际增长 26.7%，与新华和国寿非常接近。

图表 1：2014 年业绩简表

百万元	2013	2014	YoY
净利润	9,261	11,049	19.3%
一年新业务价值	7,499	8,725	16.3%
综合收益	5,963	21,788	265.4%
每股净利润	1.02	1.22	19.3%
每股新业务价值	0.83	0.96	16.3%
2013	2014	YoY	
净资产	98,968	117,131	18.4%
内含价值	144,378	171,294	18.6%
每股净资产	10.92	12.93	18.4%
每股内含价值	15.93	18.90	18.6%

来源：公司年报、国金证券研究所

图表 2：各上市公司净利润增速对比

百万元	2013	2014	YOY
中国平安	28,154	39,279	39.5%
其中：平安寿险	12,219	15,689	28.4%
平安产险	5,856	8,807	50.4%
中国人寿	24,765	32,211	30.1%
新华保险	4,422	6,406	44.9%
中国太保	9,261	11,049	19.3%
其中：太保寿险	6,219	9,084	46.1%
太保产险	2,622	1,037	-60.5%

来源：公司年报、国金证券研究所

图表 3: 同口径下净资产的同比变化 (百万元)

时间截点	中国人寿	中国平安	新华保险	中国太保
2013A	220,331	182,709	39,312	98,968
2014A (调整前)	284,121	289,564	48,359	117,131
分红	8,479	5,541	468	3625
募资	0	-42,839	0	0
准备金假设调整	-4,179	1,102	1,165	4,648
2014A (调整后)	288,421	253,368	49,992	125,404
YoY	30.9%	38.7%	27.2%	26.7%

来源：公司年报、国金证券研究所

二、个险新业务价值占比提升，寿险一年新业务价值较快增长

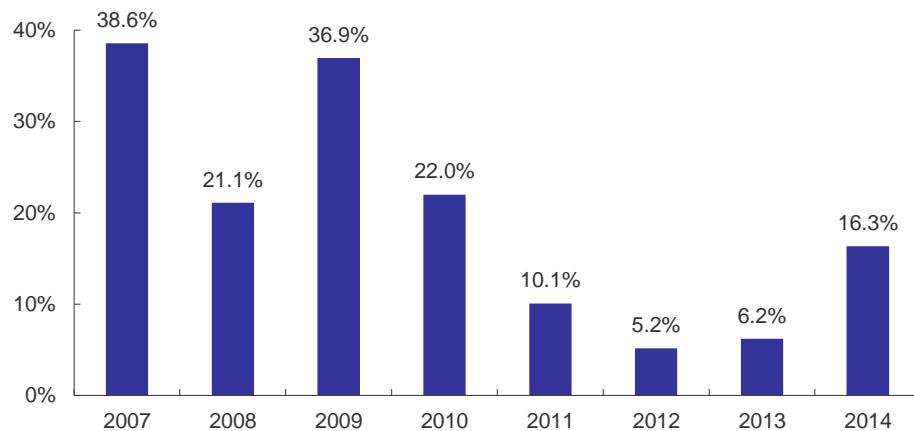
- 太保寿险 2014 年实现保险业务收入 986.92 亿元，同比小幅增长 3.8%，主要原因在于法人渠道业务同比下降 22.2%，而个人业务仍然实现了 18.7% 的较高增速。从缴费方式看，期缴占新保比达到 54%，提升 9 个百分点；从产品类型看，分红险占比下降至 68.8%，而传统险保费大幅上升 44.1%，占比达到 24.5%。
- 新业务价值同比增长 16.3%，低于平安，而高于国寿和新华。2014 年太保新业务价值率达到 24.5%，同比提升 3.8 个百分点，其中个险新业务价值占比进一步提升，达到 92.5%，较 2013 年同期提升 4.8 个百分点。
- 2014 年个险月均代理人数量和人均产能均实现较大幅度提升，其中人均产能同比增长 5.9%，月均代理人数量增长 14.3%，增速居四家上市公司之首，达到 34.4 万人。

图表 4: 保费保持较快增速

百万元	2013	2014	YoY	2013	2014
按渠道类型					占比
个人业务	60,391	71,693	18.7%	63.5%	72.6%
法人渠道业务	34,710	26,999	-22.2%	36.5%	27.4%
按缴费方式					
新保业务	33,939	32,250	-5.0%	35.7%	32.7%
期缴	15,403	17,542	13.9%	45%	54%
趸缴	18,536	14,708	-20.7%	55%	46%
续期业务	61,162	66,442	8.6%	64.3%	67.3%
按产品类型					
传统险	16,773	24,178	44.1%	17.6%	24.5%
分红险	72,627	67,929	-6.5%	76.4%	68.8%
万能险	54	43	-20.4%	0.1%	0.0%
短期险	5,647	6,542	15.8%	5.9%	6.6%
合计	95,101	98,692	3.8%		
月均代理人数 (千人)	301	344	14.3%		
人均月首年保费 (元)	3,870	4,097	5.9%		
人均每月件数	1.23	1.21	-1.6%		

来源：公司年报、国金证券研究所

图表 5：历年新业务价值增速



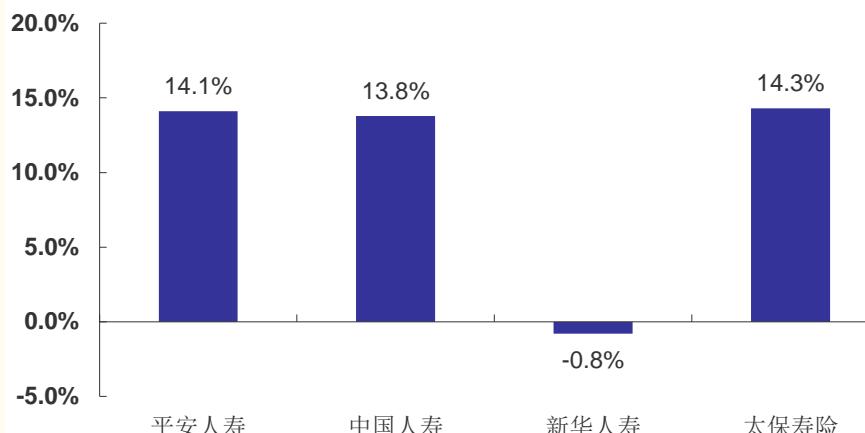
来源：公司年报、国金证券研究所

图表 6：个险新业务价值占比达到 92.5%

	新业务价值占比		新业务价值率	
	2013 年	2014 年	2013 年	2014 年
个人业务	87.7%	92.5%	42.6%	41.4%
法人渠道业务	12.3%	7.5%	4.4%	4.1%
合计	100.0%	100.0%	20.7%	24.5%

来源：公司年报、国金证券研究所

图表 7：太保寿险代理人增速居四家公司之首



来源：公司年报、国金证券研究所

三、产险增速放缓且近六年来首次承保亏损，改善空间较大

- 2014 年太保产险实现保险业务收入 930.26 亿元，同比增长 13.8%，增速放缓。同时，近六年来首次承保亏损，综合成本率达到 103.8%，同比上升 4.3 个百分点。其中，赔付率上升 2 个百分点达到 68%，费用率上升 2.3 个百分点，达到 35.8%。

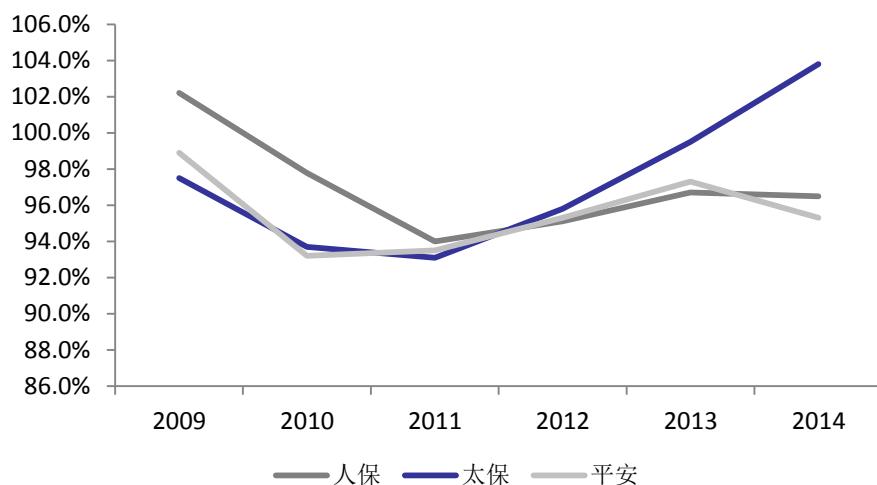
- 太保产险综合成本率显著高于平安（95.3%）和人保（96.5%）。主要原因，一是受准备金评估变化因素影响，该因素提高产险综合成本率 3.6 个百分点，提高车险和非车险综合成本率分别为 3.3 和 5.2 个百分点；二是太保产险在业务管控上存在较大的改善空间。

图表 8：产险保费增速及综合成本率

百万元	2009	2010	2011	2012	2013	2014
保险业务收入	34,289	51,622	61,687	69,697	81,744	93,026
机动车险	25,449	39,636	47,409	54,333	63,849	73,175
非机动车险	8,840	11,986	14,278	15,364	17,895	19,851
车险保费占比	74.2%	76.8%	76.9%	78.0%	78.1%	78.7%
综合成本率(%)	97.5	93.7	93.1	95.8	99.5	103.8
赔付率(%)	61	57.4	58.6	61.2	66	68
费用率(%)	36.5	36.3	34.5	34.6	33.5	35.8

来源：公司年报、国金证券研究所

图表 9：上市公司综合成本率对比



来源：公司年报、国金证券研究所

图表 10：分业务综合成本率及受准备金评估变化影响情况

	2013	2014 实际	2014 扣除准备金评估变化影响
产险综合成本率(%)	99.5	103.8	100.2
车险综合成本率(%)	99.8	102.0	98.7
非车险综合成本率(%)	98.4	112.6	107.4

来源：公司年报、国金证券研究所

四、总投资收益率居四家公司之首

- 截至 2014 年底中国太保的投资资产规模达 7618.86 万亿元，较 2013 年末增长 14.3%。太保的资产配置结构基本稳定，固定收益类增加 1.9 个百分点，主要增加了债权投资计划和理财产品占比，分别上升 1.1 和 1.0 个百分点。

分点；权益投资类下降了 0.7 个百分点，其中基金和股票的占比均有所下降，理财产品上升了 0.7 个百分点。

- 2014 年太保总投资收益率达到 6.1%，为四家上市公司中最高的，净投资收益率达到 5.3%，与平安持平，高于国寿和新华。

图表 11：资产配置结构稳定，投资收益率显著提升

百万元	2014 年末	占比(%)	占比变化(pt)	同比(%)
投资资产合计	761,886	100.0	-	14.3
按投资对象分				
固定收益类	660,699	86.7	1.9	16.8
-债券投资	420,281	55.2	-0.8	12.6
-定期存款	165,562	21.7	0.1	14.7
-债权投资计划	47,573	6.3	1.1	37.7
-理财产品	9,450	1.2	1.0	584.8
-其他固定收益投资	17,833	2.3	0.5	48.1
权益投资类	80,582	10.6	-0.7	7.3
-基金	33,407	4.4	-0.6	-0.4
-股票	29,046	3.8	-0.9	-6.9
-理财产品	7,511	1.0	0.7	313.8
-其他权益投资	10,618	1.4	0.1	23.7
投资性房地产	6,563	0.9	-0.1	-3.4
现金及现金等价物	14,042	1.8	-1.1	-27.4
按投资目的分				
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	17,764	2.3	1.5	260.6
可供出售金融资产	166,601	21.9	-4.4	-5.1
持有至到期投资	311,998	41.0	1.6	18.7
长期股权投资	264	-	-	2300.0
贷款及其他	265,259	34.8	1.3	18.7

来源：公司年报、国金证券研究所

图表 12：四家公司投资收益率情况

	净投资收益率	总投资收益率
中国平安	5.30%	5.10%
中国人寿	4.71%	5.36%
新华保险	5.20%	5.80%
中国太保	5.30%	6.10%

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：盈利预测摘要

利润表 (百万元)	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	171,451	193,137	219,778	241,410	269,381	302,412	债券	331,006	373,254	420,281	472,315	530,154	594,461
已赚保费	147,839	159,625	172,891	193,500	217,177	243,870	权益投资	62,715	75,129	80,582	90,559	101,648	113,978
提取未到期责任准备金	-3,594	-2,003	-5,477	-7,489	-8,612	-9,904	定期存款	164,297	144,317	165,562	186,060	208,845	234,177
投资收益及公允价值变动	22,473	32,293	45,122	46,925	51,120	57,349	基础设施投资	6,349	6,795	6,563	7,376	8,279	9,283
其他收入	1,139	1,219	1,765	986	1,084	1,193	其他投资	62,961	67,304	88,898	99,904	112,138	125,741
营业支出	-165,407	-181,269	-205,356	-225,015	-251,707	-282,028	投资资产	627,328	666,799	761,886	856,213	961,064	1,077,640
退保金	-12,318	-19,783	-29,028	-30,397	-33,437	-36,781	其他资产	54,174	56,734	63,214	76,150	92,506	112,894
赔付支出	-42,933	-51,915	-59,853	-67,909	-77,356	-88,147	资产合计	681,502	723,533	825,100	932,363	1,053,570	1,190,534
提取保险责任准备金	-59,661	-57,435	-52,733	-57,302	-63,292	-69,919	准备金	438,887	502,536	564,643	638,047	720,993	814,722
保单红利支出	-3,905	-4,126	-4,970	-5,459	-6,092	-6,839	其他负债	145,046	120,611	141,262	164,893	192,338	223,076
保险业务手续费及佣金支出	-14,799	-16,652	-19,725	-21,845	-24,549	-27,601	负债合计	583,933	623,147	705,905	802,939	913,331	1,037,798
业务及管理费	-18,079	-19,435	-23,235	-24,762	-27,631	-31,019	归属母公司所有者权益	96,177	98,968	117,131	127,091	137,604	149,758
资产减值损失	-4,478	-1,263	-3,800	-4,174	-4,658	-5,229	少数股东权益	1,392	1,418	2,064	2,332	2,636	2,978
其他支出	-9,234	-10,660	-11,987	-13,167	-14,692	-16,494	股东权益合计	97,569	100,386	119,195	129,424	140,240	152,736
营业利润	6,044	11,868	14,422	16,395	17,674	20,384							
营业外收支	69	46	78	78	78	78							
利润总额	6,113	11,914	14,500	16,473	17,752	20,462							
所得税费用	-983	-2,519	-3,255	-3,687	-4,232	-4,841							
净利润 (归属母公司)	5,077	9,261	11,049	12,563	13,284	15,349							
每股数据 (元)	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	估值水平	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股净资产	10.61	10.92	12.93	14.02	15.18	16.53	P/B	3.02	2.94	2.48	2.29	2.11	1.94
每股收益	0.56	1.02	1.22	1.39	1.47	1.69	P/E	57.28	31.40	26.32	23.15	21.89	18.95
每股内含价值	14.93	15.93	18.90	22.43	25.44	29.00	P/EV	2.15	2.01	1.70	1.43	1.26	1.11

来源：公司年报、国金证券研究所

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。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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认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

电话：021-61620767
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD