

业绩稳中有升，注重价值增长

中国太保 (601601.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

公司发布了 2014 年年度报告。

2. 我们的分析与判断

1) 2014 年公司业绩表现稳中有升

2014 年公司共计实现营业收入 2197.8 亿元 (yoy+13.8%)，归母净利润 110.5 亿元 (yoy+19.3%)，基本 EPS1.22 元 (yoy+19.3%)，期末归母净资产为 1171.3 亿元 (yoy+18.4%)，ROE 达到 10.3%，同比增加 0.8 个百分点，总体业绩表现稳中有升。

2) 新业务价值高速增长，归因于个人业务渠道的良好表现

2014 年公司全年新业务价值增速达到了 16.3%，增幅较去年大幅提升了 10.1 个百分点，主要归因于来自个人业务渠道 22.6% 的新业务价值同比增速。公司 2014 年月均营销员数量达到 34.4 万人 (yoy+14.3%)，人均产能则增长至 4097 元/月 (yoy+5.87%)，由此公司个人业务渠道新单保费同比增速提升至 20.18%。虽然由于法人渠道新单保费收入出现 23.47% 的负增长，但归因于公司去年总体新单保费中价值更高的期交保费占比大幅提升至 54.4% (+9.0ppt)，因此新单保费利润率同样出现大幅提升，达到 27.1% (+5.0ppt)。此外，公司去年退保压力持续提升，退保金同比大幅增长 46.7%，相应的退保率也提升至 5.4% (+1.2ppt)。

3) 财险业务出现近 6 年来首次亏损，综合成本率上升至 103.8%

受市场竞争激烈的影响，虽然公司车险、非车险的保费收入均实现稳定增长，但公司财产业务的综合成本率在去年达到了 103.8% (+4.3ppt)，出现近 6 年来首次亏损。我们预计随着车险费率市场化的推进，基于资本及规模优势公司车险业务方面将有进步空间。

4) 投资收益率显著提升，偿付能力保持稳定

受益于 2014 年股债双市的良好表现以及监管部门对保险公司资产端的政策松绑，公司加大了理财产品及其他资产的配置力度，总投资收益率大幅提升至 6.1%，而净投资收益率则升至 5.3%。太保寿险、产险以及集团整体的期末偿付能力充足率分别达到 218%、177% 及 280%，依然保持在一个非常好的水平上。

3. 投资建议

我们认为公司去年总体业绩表现稳定，寿险产品期限结构显著改善，注重价值增长，而出现近年来首次亏损的产险业务则有望随着公司加强成本管控以及车险费率市场化的推进而进步。我们维持“推荐”评级，调整盈利预测为 2015/2016 年 EPS (摊薄) 1.52/1.82 元；2015/16 年每股 EV22.68/26.09 元，对应的 P/EV 倍数为 1.41X/1.23X。

分析师

赵强

☎: (8621) 2025 2661

✉: zhaqiang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512050002

特别鸣谢:

白舟

☎: (8610) 8357 4603

✉: baizhou@chinastock.com.cn

一般从业证书编号: S0130113090032

对本报告的贡献

市场数据 时间 2015.03.27

A 股收盘价(元)	32.09
A 股一年内最高价(元)	37.88
A 股一年内最低价(元)	15.60
上证指数	3691.10
市净率	2.61
总股本 (万股)	906200.00
实际流通 A 股(万股)	628670.00
限售的流通 A 股(万股)	0
流通 A 股市值(亿元)	2017.40

相关研究

表 1: 公司关键指标一览

单位: 百万元	2013	2014	变动幅度
营业收入	193,137	219,778	13.8%
归母净利润	9,261	11,049	19.3%
总资产	723,533	825,100	14.0%
归母净资产	98,968	117,131	18.4%
集团内涵价值	144,378	171,294	18.6%
新业务价值	7,499	8,725	16.3%
EPS (基本)	1.02	1.22	19.3%
ROE	9.5%	10.3%	增加 0.8 个百分点

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究所整理

表 2: 归母净利润分拆

单位: 百万元	2013	占比	2014	占比	同比增幅
寿险业务	6,219	67.2%	9,084	82.2%	46.1%
产险业务	2,622	28.3%	1,037	9.4%	-60.5%
其他业务	420	4.5%	928	8.4%	121.0%
合计	9,261	100.0%	11,049	100.0%	19.3%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究所整理

表 3: 保费收入分渠道

单位: 百万元	2013	占比	2014	占比	同比增幅
个人业务	60,391	63.5%	71,693	72.64%	18.7%
法人渠道业务	34,710	36.5%	26,999	27.36%	-22.2%
合计	95,101	100.0%	98,692	100.00%	3.8%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究所整理

表 4: 新单保费收入分渠道

单位: 百万元	2013	占比	2014	占比	同比增幅
个人业务	14,379	42.4%	17,281	53.6%	20.18%
法人渠道业务	19,560	57.6%	14,969	46.4%	-23.47%
合计	33,939	100.0%	32,250	100.0%	-5.0%

期交合计	15403	45.4%	17542	54.4%	13.9%
趸交合计	18536	54.6%	14708	45.6%	-20.7%

资料来源：公司年报，中国银河证券研究所整理

表 5： 个人业务渠道产能情况

	2013	2014	同比增速
个人业务渠道首年保费（百万元）	14,379	17,281	20.18%
营销员人均产能(元/月)	3,870	4,097	5.87%
月均营销员数量（千人）	301	344	14.29%

资料来源：公司年报，中国银河证券研究所整理

表 6： 一年新业务价值分渠道

单位：百万元	2013	占比	2014	占比	同比增幅
个人业务	6,580	87.7%	8,069	92.5%	22.6%
法人渠道业务	919	12.3%	656	7.5%	-28.6%
合计	7,499	100.0%	8,725	100.0%	16.3%

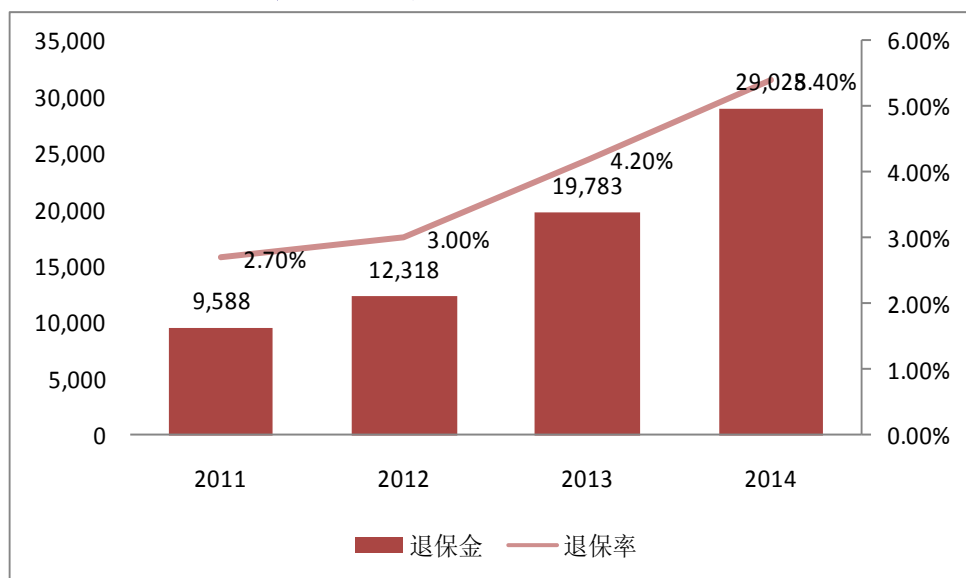
资料来源：公司年报，中国银河证券研究所整理

表 7： 保费利润率情况

单位：百万元	2013H2	2014H2	同比增速
扣除偿付能力成本前的一年新业务价值	8,680	10,205	17.6%
扣除偿付能力成本后的一年新业务价值	7,499	8,725	16.3%
标准保费	17,257	19,013	10.2%
标准保费利润率	43.5%	45.9%	增加 2.4 个百分点
新单保费	33,939	32,250	-5.0%
新单保费利润率	22.1%	27.1%	增加 5.0 个百分点

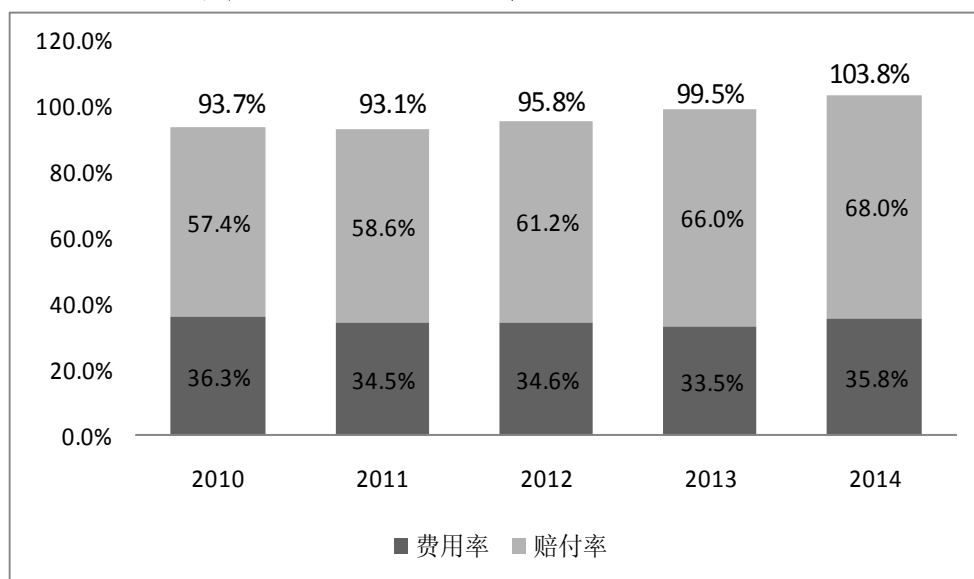
资料来源：公司年报，中国银河证券研究所整理

图 1: 退保金大幅增加 (单位: 百万元; %)



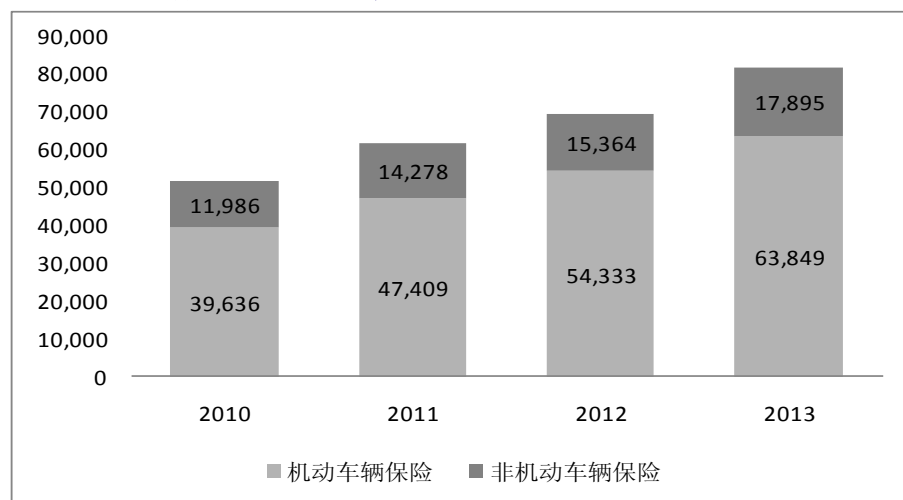
资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究所整理

图 2: 财险综合成本率超过 100%, 出现亏损 (单位: %)



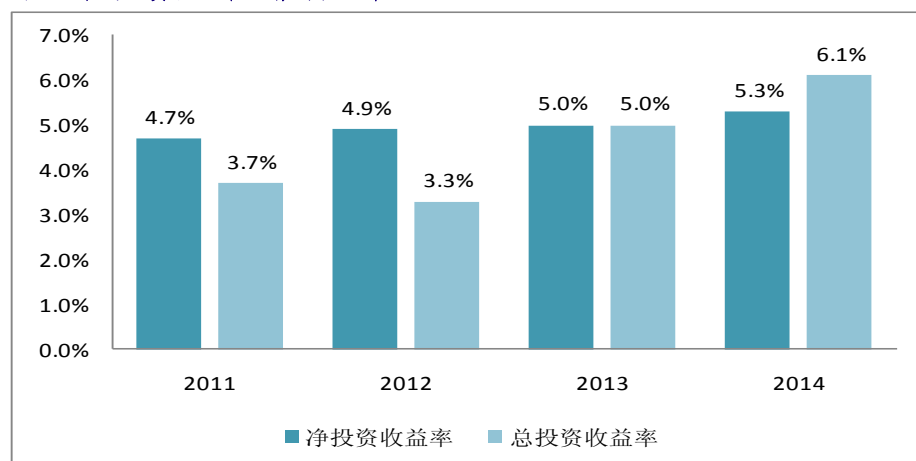
资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究所整理

图 3: 财险各保费保持稳定增长 (单位: 百万元)



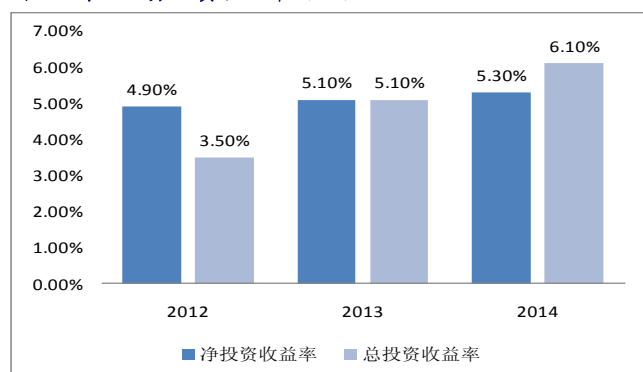
资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究所整理

图 4: 集团投资收益率显著增长 (单位: %)



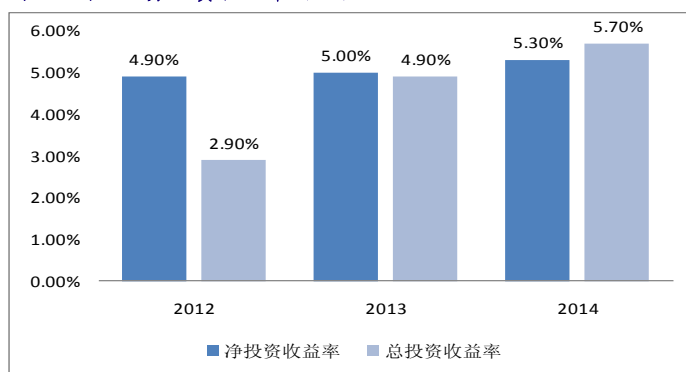
资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究所整理

图 5: 寿险业务投资收益率 (%)



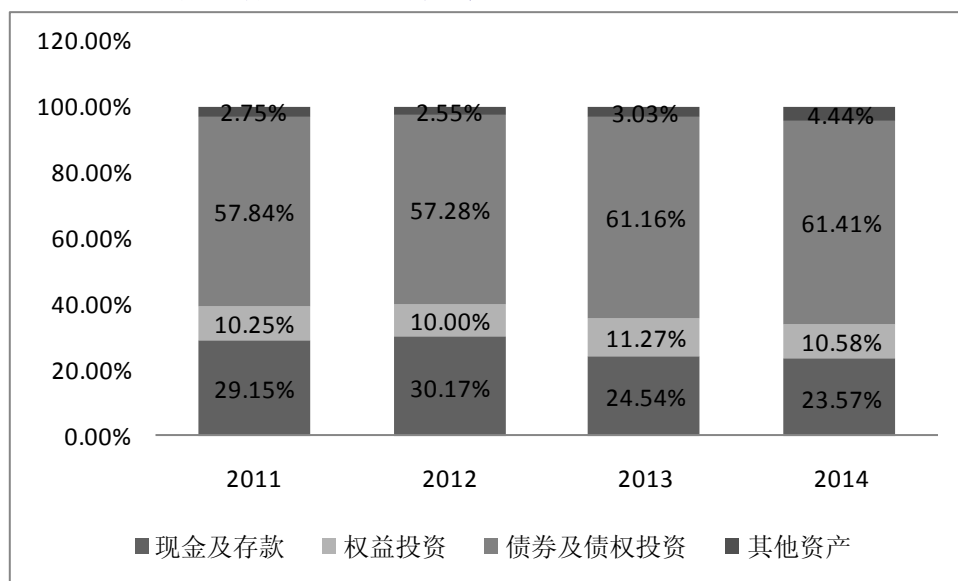
资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究所整理

图 6: 财险业务投资收益率 (%)



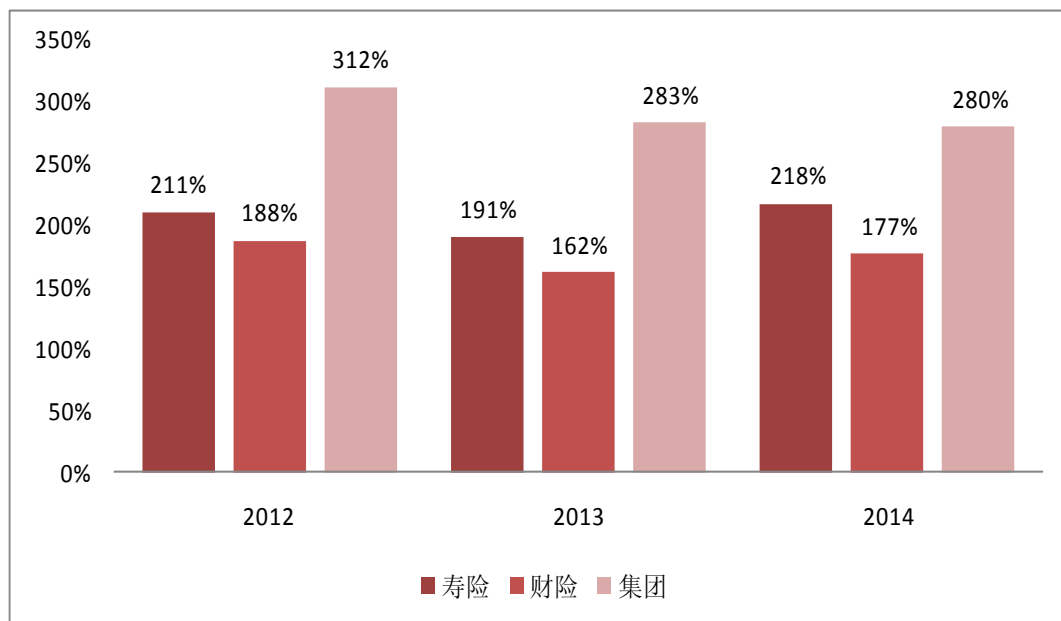
资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部整理

图 7：理财产品等其他资产配置占比提升（单位：%）



资料来源：公司年报，中国银河证券研究所整理

图 8：偿付能力充足率保持在良好水平（单位：%）



资料来源：公司年报，中国银河证券研究所整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

赵强，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 83571359 liusiyao@chinastock.com.cn