

2016年03月28日

郑春明

C0059@capital.com.tw

目标价(RMB/港币) 30.0/28.0

公司基本资讯

产业别	非银金融
A 股价(2016/3/25)	26.29
上证综指(2016/3/25)	2979.43
股价 12 个月高/低	36.91/19.01
总发行股数(百万)	9062.00
A 股数(百万)	6286.70
A 市值(亿元)	2382.40
主要股东	香港中央结算(代理人)有限公司(30.59%)
每股净值(元)	14.71
股价/账面净值	1.79
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	12.4 -9.8 -20.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2015-11-02	19.46	买入

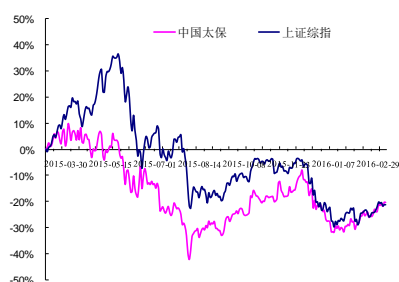
产品组合

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)

年报点评: 寿险聚焦营销成效显著, 产险成本率改善

结论与建议:

公司发布年报, 2015 年实现净利润 177.3 亿元, YOY 增 60.4%, 其中 Q4 录得 26.9 亿元, YOY 增 28.9%, 与此前预增公告一致。全年业绩增速快于同业, 一方面投资收益录得不错表现, 另一方面产险综合成本率下降明显, 承保重新恢复盈利。并且我们也注意到公司寿险“聚焦营销”战略较为成功, 个险新单增长超六成, 带动新业务价值率同步提升, 公司估值不高, 分红股息率 3.8%, 具备一定吸引力, 维持买入。

■ **业绩增速高于同业:** 太保2015年实现营收/净利润2472亿元、177亿元, YOY分别增长12.5%, 60.4%, 与此前业绩预增一致, 对应Q4实现净利润26.9亿元, YOY增28.9%; 产寿险分别贡献净利润53.3亿元/105.8亿元。公司全年业绩增速高于同业, 一方面是投资收益表现不错, 总投资收益率提升1.2个百分点至7.3%; 另一方面, 产险成本率显著改善, 带动产险板块净利润在低基期下增长414%。

■ **寿险结构调整显著, 业务价值凸显:** 寿险方面, 公司近年来“聚焦营销”战略取得不错的效果, 全年实现寿险保费1085.89亿元, YOY增10.0%, 其中个险营销员渠道保费占比较上年提升12个百分点至84%; 保费取得不错增长主要由于1)保险营销人员的增加, 年末营销员数量增40%至48万人, 2)人均产能也提升16.6%至4776元/人每月。结构调整有效推升了价值成长, 全年个险新单保费大增61.2%, 推动新业务价值增长37.8% (仅次于中国平安), 新业务价值率提升4.7个百分点至29.2%。

■ **产险成本率下行明显:** 产险2015年贡献净利润增长超过四倍达到53.3亿元, 一方面是去年基期较低 (去年同期降60.5%至10.4亿元); 另一方面综合成本率的确有显著改善, 降低4个百分点至99.8%。保费方面, 全年产险保费微增1.7%, 低于行业增速, 随着车险费改的放开, 车险市场竞争压力进一步加大。

■ **权益类占比小于同业:** 投资方面具体来看, 公司15年净/总投资收益率5.2%/7.3%, 投资资产结构来看, 权益类投资占比较三季度提升2.5个百分点至14.4%, 新增资金主要配置方向为理财产品、基金等, 2015年底权益占比 9.3%, 占比低于同业, 结构相对稳健。

■ **展望未来:** 主业方面, 寿险保持平稳增长, 个险结构改善有望驱动内涵价值继续两位数增长; 产险压力加大, 盈利情况取决于公司能否合理管控成本。投资方面, 公司2015年净投资收益率为5.2%, 同比降0.1个百分点, 反映为市场利率的进一步走低, 并且考虑到进入2016年后, 股票市场也存在一定不确定性, 总投资收益率也存在一定压力; 另一方面, 随着750日国债收益率移动平均线的下移, 折现率的变化可能会影响公司寿险准备金的补提, 对利润产生负面影响。

■ **盈利预测:** 整体来看, 公司全年利润增长高于同业, 寿险结构调整凸显价值, 产险成本率显著改善, 不过也要防范利率下行的风险。预计公司2016/2017年净利润分别增长3.41%、9.86%, 分别为183亿元、201亿元, 对应2016 A/H股PEV分别为0.96X、0.87X, 估值处于公司历史较低水平, 维持买入。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016F	2017F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	9,261	11,049	17,728	18,332	20,139
同比增减	%	82.41%	19.31%	60.45%	3.41%	9.86%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.02	1.22	1.96	2.02	2.22
同比增减	%	82.41%	19.31%	60.45%	3.41%	9.86%
市盈率(P/E)	X	25.73	21.56	13.44	13.00	11.83
股利 (DPS)	RMB 元	0.4	0.5	1.0	1.0	1.0
股息率 (Yield)	%	1.52%	1.90%	3.80%	3.80%	3.80%

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	2013	2014	2015	2016F	2017F
营业收入	193,137	219,778	247,202	257,622	276,578
已赚保费	159,625	172,891	189,376	207,930	226,564
保险业务收入	176,923	191,805	203,305	232,987	253,927
提取未到期责任准备金	58,663	54,096	52,167	53,847	57,235
投资收益	32,277	44,409	55,552	46,528	46,818
营业支出	178,481	205,302	222,947	231,453	248,131
退保金	19,783	29,028	25,217	23,736	25,315
赔付支出	58,816	68,428	84,183	87,306	93,258
提取保险责任准备金	58,663	54,096	52,167	53,847	57,235
保险手续费及佣金支出	16,652	19,725	24,969	27,414	29,866
营业利润	11,868	14,422	24,180	25,369	27,647
利润总额	11,914	14,500	24,311	25,404	27,680
净利润	9,261	11,049	17,728	18,332	20,139

附二：合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015F	2016F	2017F
货币资金	16561	11220	9500	10,807	12,294
定期存款	144317	165562	154398	173,296	194,508
交易性金融资产	4926	17764	22215	25,689	29,707
可供出售金融资产	175489	166601	218062	255,089	298,403
持有至到期投资	262942	311998	310343	368,191	436,822
其他资产合计	119,298	151,955	209,325	168,970	151,800
资产合计	723533	825100	923843	1,002,043	1,123,534
保户储金及投资款	34520	35738	40084	46,097	53,011
未到期责任准备金	35297	39190	39736	49,670	62,088
寿险责任准备金	426736	476575	523362	601,866	692,146
其他负债合计	126,594	154,402	184,979	192,989	199,158
负债合计	623147	705905	788161	890,622	1,006,403
股本	9062	9062	9062	9,062	9,062
股东权益总额	98968	117131	133336	111,421	117,131
负债和所有者权益总计	723,533	825,100	923,843	1,002,043	1,123,534

附三：合并现金流量表

百万元	2013	2014F	2015F	2016F	2017F
经营活动产生的现金流量净额	45,114	47,370	49,738	52,225	54,836
投资活动产生的现金流量净额	-20,010	-80,040	-73,637	-67,746	-62,326
筹资活动产生的现金流量净额	-30,581	30,341	28,824	27,383	26,013
现金及现金等价物净增加额	-5,477	-2,329	4,925	11,862	18,524

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)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会因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先通知前变更。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j @持意见或立场，或买入，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。