



东兴证券
DONGXING SECURITIES

产险实现承保盈利 寿险收入结构持续优化

——中国太保（601601）2015 年财报点评

2016 年 03 月 28 日

推荐/维持

中国太保

财报点评

刘湘宁

分析师

执业证书编号：S1480516020001

liu-xn@dxzq.net.cn

010-66554027

事件：

公司发布了 2015 年年报，全年实现营业收入 2472.02 亿元，同比增长 12.48%，归母净利润为 177.28 亿元，同比增长 60.45%。其中，公司全年实现保费收入 2032.04 亿元，同比增长 5.94%（寿险保费收入 1085.89 亿元，同比增长 10%，产险保费收入 946.15 亿元，同比增长 1.61%）。公司业绩符合我们的预期。

公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入（百万元）	50425	51521	54112	73762	60752	58787	53901
增长率（%）	-0.94%	13.08%	24.37%	15.76%	20.48%	14.10%	-0.39%
毛利率（%）	9.30%	5.30%	4.77%	9.52%	14.07%	8.77%	6.41%
营业利润率（%）	9.30%	5.30%	4.77%	9.52%	14.07%	8.77%	6.41%
净利润（百万元）	3697.00	2150.00	2136.00	4986.00	6501.00	3805.00	2746.00
增长率（%）	12.44%	-19.05%	79.04%	52.85%	75.85%	76.98%	28.56%
每股盈利（季度，元）	0.40	0.23	0.23	0.54	0.71	0.41	0.30
资产负债率（%）	86.87%	86.43%	85.55%	85.60%	85.65%	85.78%	85.31%
净资产收益率（%）	3.43%	1.90%	1.79%	3.96%	4.97%	2.94%	2.02%
总资产收益率（%）	0.45%	0.26%	0.26%	0.57%	0.71%	0.42%	0.30%

观点：

➤ 产险实现承保盈利，电网销渠道销售增速较高。

公司产险综合成本率显著下降，2015年公司综合成本率为99.8%，较14年下降4个百分点。从市场占有率小幅下降1.1个百分点的角度来看，我们认为公司实现承保盈利主要是通过主动优化客户结构和提升业务质量。另一方面，从产险销售渠道数据来看，公司在产险大力推进互联网技术和渠道的应用，电网销和交叉销售规模大幅增长14.1%。但随着车险费改进程的推进，我们认为公司综合成本率仍受到挑战。

➤ 寿险业务结构优化，个人业务发展推动新业务价值快速增长。

2015年公司实现一年新业务价值120.22亿元，同比增长37.8%，新业务价值的增长主要受益于公司首先业务保费收入结构的优化。个人业务占比大幅增长11.47%，同时个人业务中新保业务保费增速达到了61.24%。随着公司保险营销员人均产能的提升和公司在营销员留存和选择中不断应用互联网大数据，我们未来仍然看好个人业务的发展并认为其仍具有较高的潜在增速。从公司保单结构来看，传统险占比有

所下降，分红险占比提升，未来公司保单结构有较大的改善空间，因此我们也看好公司新业务价值率的提升空间。

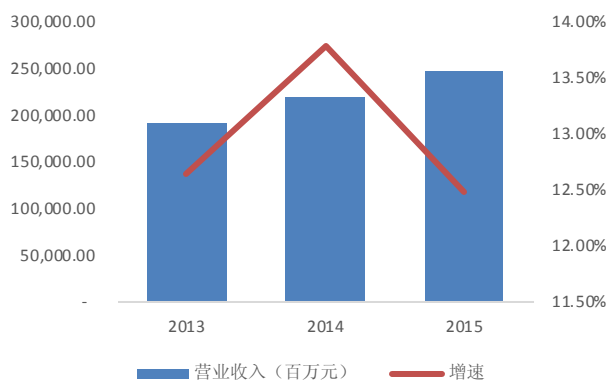
➤ **公司投资资产配置结构改变不大，利率下行收益率同样承压。**

公司资产配置结构与2014年相比变化不大，与平安与中国人寿相比，固定收益类投资占比偏高达到了82%，我们认为随着市场利率的进一步下行，公司投资仍然承压，资产再配置的压力较大。

结论：

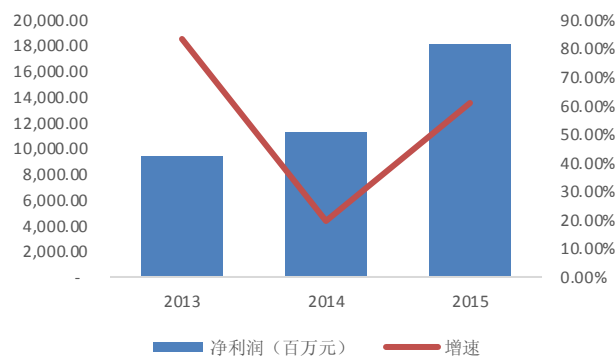
我们看好公司未来的改善空间：寿险业务改善空间较大并正不断优化，产险业务不断向好。我们预计公司2016-2018年EPS分别为2.06元、2.33元和2.58元，对应现阶段股价12.5X、11X和10X，给予公司“推荐”的投资评级

图 1: 公司营业收入和增速



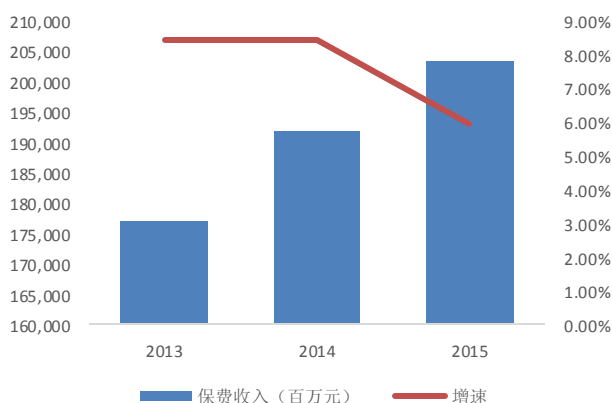
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 2: 公司净利润和增速



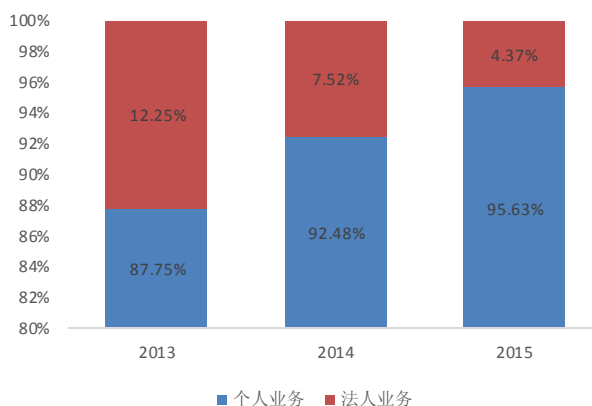
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 3: 公司保费收入和增速



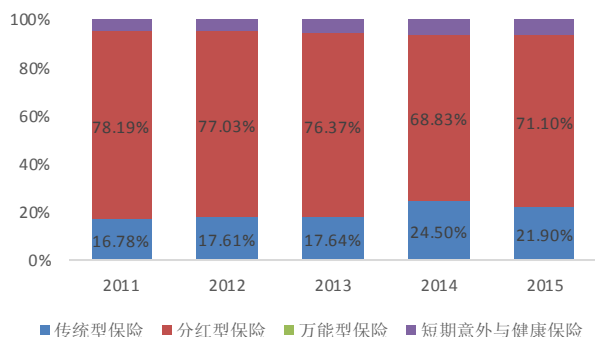
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4: 公司新业务价值贡献结构



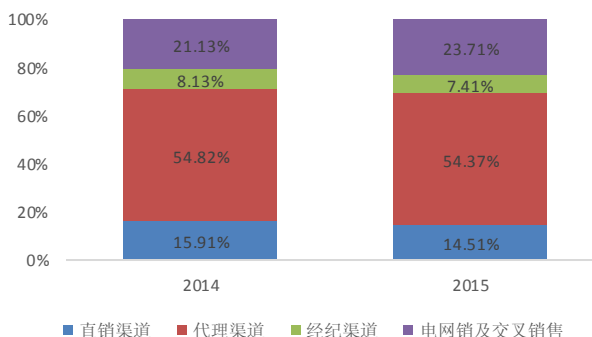
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 5: 寿险保费结构变化



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 6: 产险各销售渠道保费占比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 1：公司盈利预测和估值

百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	193,137.00	219,778.00	247,202.00	281,716.75	329,931.58	387,938.92
(+/-)%	12.65%	13.79%	12.48%	13.96%	17.11%	17.58%
营业利润 (EBIT)	11,868.00	14,422.00	24,180.00	25,904.63	29,554.79	33,344.57
(+/-)%	96.36%	21.52%	67.66%	7.13%	14.09%	12.82%
净利润	9,395.00	11,245.00	18,038.00	18,995.71	21,469.50	23,809.09
(+/-)%	83.14%	19.69%	60.41%	5.31%	13.02%	10.90%
每股净资产	10.74	12.71	14.47	13.83	14.82	15.88
每股净收益 (元)	1.02	1.22	1.96	2.06	2.33	2.58
PB	2.39	2.02	1.77	1.85	1.73	1.62
P/EV	2.43	1.88	1.56	1.23	0.98	0.78
PE	25.15	21.02	13.11	12.45	11.01	9.93

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

分析师简介

刘湘宁

数量经济学硕士，2013 年加盟东兴证券研究所，从事非银行金融行业研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。