

中国太保 (601601) 2017 年一季报点评

寿险新业务增速领先同业

买入 (维持)

事件: 公司发布 17 年一季报: 公司实现归母净利润 20.0 亿元, 同比-9.0%, 对应 EPS 0.22 元; 归母净资产 1327.5 亿元, 环比年初+0.7%, 对应 BPS 14.7 元。寿险新业务保费 279.4 亿元, 同比+67.7%。

投资要点

■ **业绩符合市场预期, 准备金补提压力持续。**公司 17Q1 归母净利润 20.0 亿元, 同比-9%, 较 16 年全年降幅 (-32%) 收窄, 符合市场预期。我们判断业绩同比变化主要来自于: 1) 投资收益同比改善, 17Q1 股市表现显著强于 16Q1, 推动业绩同比提升; 2) 存量长险保单规模增长推动会计利润自然释放 (剩余边际摊销) 提升, 推动业绩同比提升; 3) 准备金补提影响同比 16Q1 加大, 拖累业绩同比下降。

■ **寿险新业务大增 68% 领先同业+结构接近完美, 持续超预期。**17 年公司个险新单保费同比+67.7%, 增速同业最高, 预计将驱动 17 年全年寿险 NBV 增速创历史新高。从业务结构来看, 高价值的期缴业务在个险新单中占比 97.5%, 业务结构接近完美。我们认为公司寿险新业务强劲表现主要因为: 1) 中产消费升级带来的保障型产品需求提升; 2) 15 年代理人准入考试取消彻底清除传统大保险增员的桎梏, 公司 16 年月均代理人人数达 65.3 万人, 同比 15 年+35.5%; 3) 公司坚持专注个险渠道战略, 公司 17Q1 寿险保费中 97.7% 来自个险渠道。

■ **财险业务保量增质, 承保盈利水平或仍有压力。**17Q1 公司财险业务保费 262.8 亿元, 同比+1.7%, 与 16 年全年增速持平, 仍低于行业增速 (9%), 其中车险保费+1.6%, 非车险业务保费+2.3%。16 年公司财险业务综合成本率 99.2%, 较 15 年下降 60BP, 承保盈利出现小幅边际改善, 但是承保盈利水平仍低于平安财险和人保财险。随着 16 年车险费改在全国落地, 未来车险市场竞争或进一步加剧, 公司车险业务保费增长和成本控制仍面临一定压力, 未来承保盈利水平或仍有压力。

■ **准备金补提影响见底有望带来业绩大拐点。**750 天国债收益率移动平均下行造成的 16-17 年准备金补提压力持续, 对 16 年税前利润影响为-92.9 亿元 (包括其他精算假设变动影响, 流动性溢价假设或有上调以对冲部分影响)。根据测算, 准备金补提对 17 年全年税前利润影响约-110 亿元 (假设不调整流动性溢价假设和计算基础, 且国债利率维持当前水平), 准备金补提压力集中于 17 年前三季度, 17Q4 影响大幅下降, 业绩大拐点有望出现, 18 年准备金补提影响全部出清, 预计业绩将开始高速增长。

盈利预测及投资建议

公司 17Q1 寿险新业务增长超预期, 业务结构接近完美。预计公司 17/18/19 年 EPS 分别为 1.65/2.27/2.56 元。目前公司 17PEV 仅 0.9 倍, 处于绝对底部, 安全边际极高。短期来看, 17 年业绩大拐点有望催化股价, 公司估值有望较大幅度向上修复, 我们认为公司合理估值为 1.1 倍 17PEV, 对应目标 34.5 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 1. 长端利率触顶快速下行; 2. 万能险新规驱动银保渠道竞争加剧。3. 中国车险市场竞争加剧对公司财险业务承保盈利的影响。

2017 年 4 月 30 日

首席证券分析师 丁文韬

执业资格证书号码: S0600515050001
dingwt@dwzq.com.cn

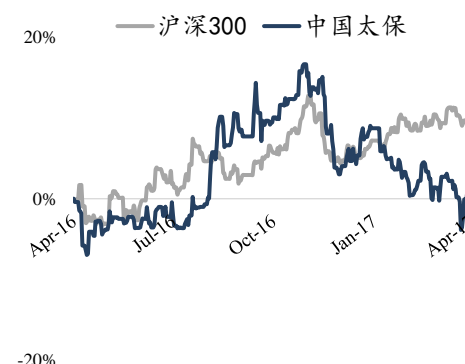
研究助理 田昶

执业资格证书号码: S0600115110022
tiand@dwzq.com.cn

研究助理 马祥云

maxy@dwzq.com.cn
021-60199746

股价走势



市场数据 (2017 年 4 月 28 日)

收盘价 (元)	27.75
市盈率 (2016)	20.86
市净率 (2016)	1.91
流通 A 股市值 (百万元)	174456

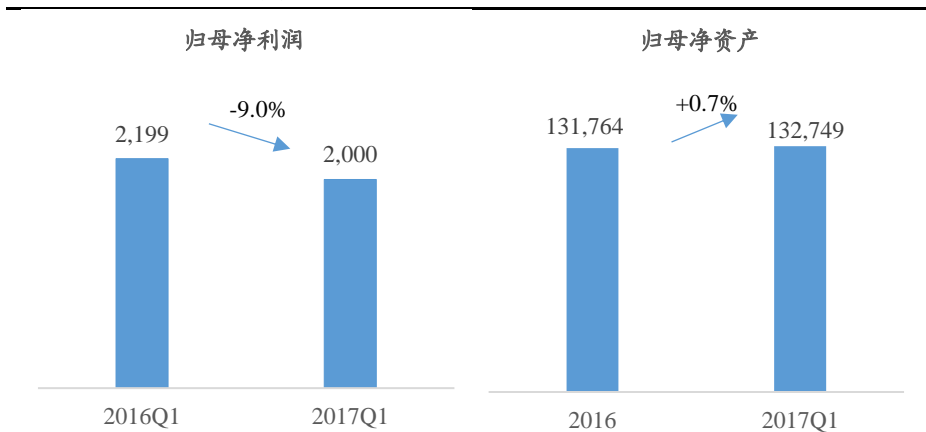
基础数据 (2016)

每股净资产 (元)	14.54
资产负债率 (%)	86.80
总股本 (百万股)	9062
流通 A 股 (百万股)	6287

相关报告

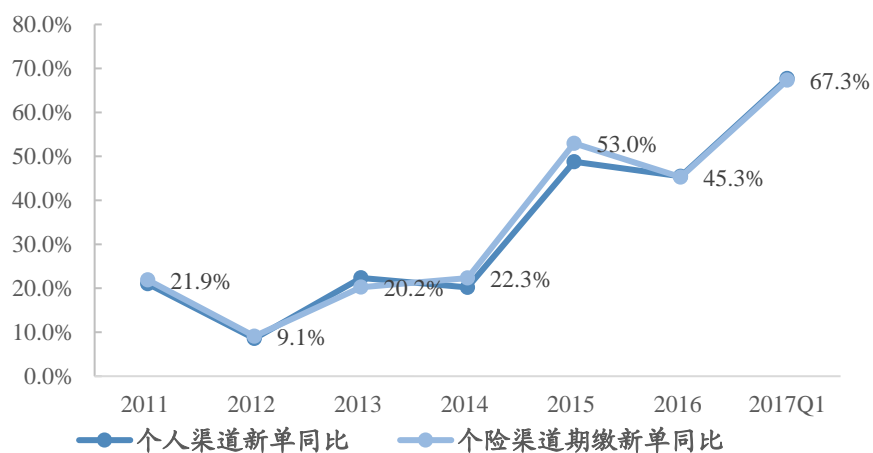
1. 中国太保: 2016 年报点评-业绩降幅好于预期, 财险业务边际改善
2. 中国太保: 2016 年三季报点评-业绩降幅收窄, 财险增长趋缓
3. 中国太保: 2016 年中报点评-寿险 NBV 超预期, 财险仍有压力
4. 中国太保: 2015 年年报点评-寿险业绩出色, 财险重回盈利轨道
5. 中国太保: 2015 年三季报点评-受股灾冲击最小, 业绩增速反超同业
6. 中国太保: 2015 年中报点评-寿险业务质量提升, 财险重回盈利轨道

图表 1：净利润及净资产（百万元）



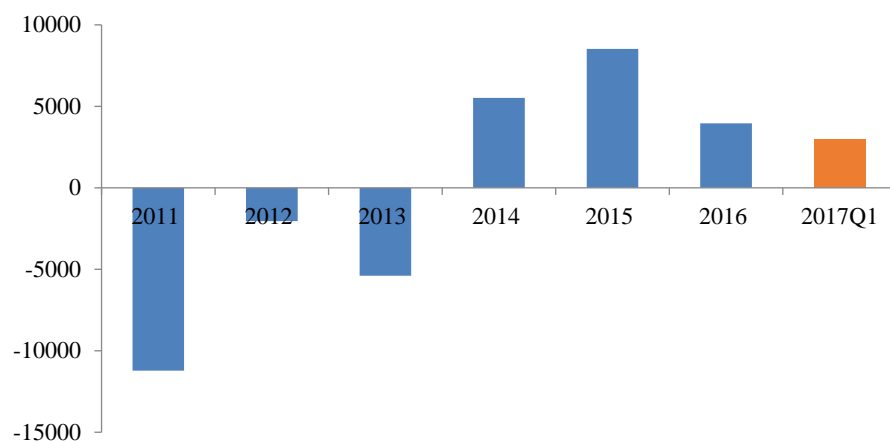
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2：个险新业务保费增长加速



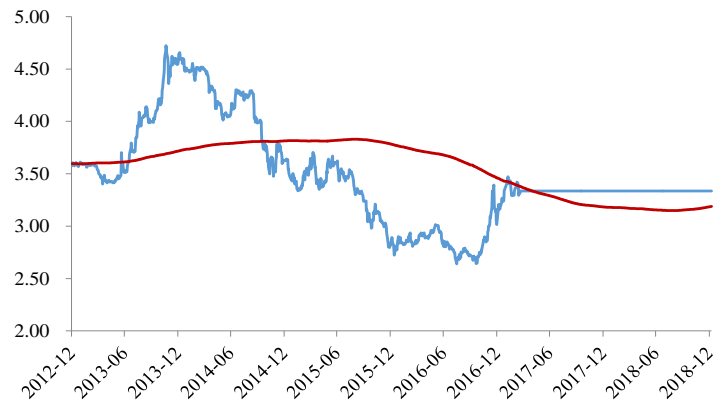
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 3：浮盈浮亏变化（百万元）



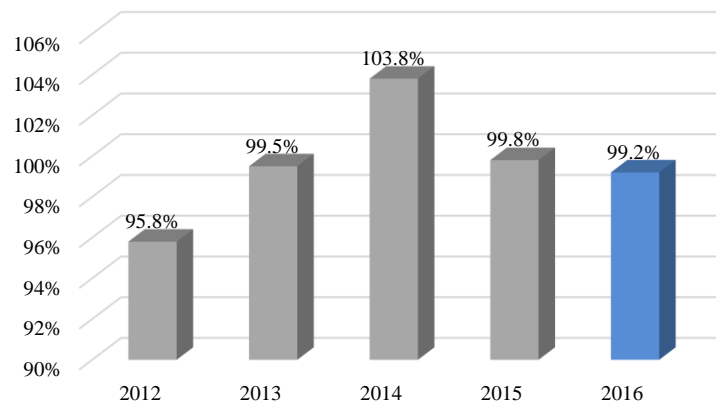
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4：750 移动平均国债利率未来变化测算（%）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 5：财险综合成本率



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 6：盈利预测与估值

单位：百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	219,778	247,202	267,014	299,035	337,407	382,853
归属母公司净利润	11,049	17,728	12,057	14,959	20,580	23,237
归属母公司净资产	117,131	133,336	131,764	157,142	191,529	230,730
内含价值（百万元）	171,293	205,624	245,939	283,837	329,702	383,405
新业务价值（百万元）	8,725	12,022	19,041	25,705	30,846	35,473
EPS	1.22	1.96	1.33	1.65	2.27	2.56
BPS	12.93	14.71	14.54	17.34	21.14	25.46
EVPS	18.90	22.69	27.14	31.32	36.38	42.31
NBVPS	0.96	1.33	2.10	2.84	3.40	3.91
P/E	22.76	14.18	20.86	16.81	12.22	10.82
P/B	2.15	1.89	1.91	1.60	1.31	1.09
P/EV	1.47	1.22	1.02	0.89	0.76	0.66
VNBX	9.19	3.81	0.29	-1.26	-2.54	-3.72
营业收入增速	13.8%	12.5%	8.0%	12.0%	12.8%	13.5%
归属母公司净利润增速	19.3%	60.4%	-32.0%	24.1%	37.6%	12.9%
归属母公司净资产增速	18.4%	13.8%	-1.2%	19.3%	21.9%	20.5%
内含价值增速	19.5%	20.0%	19.6%	15.4%	16.2%	16.3%
新业务价值增速	16.3%	37.8%	58.4%	35.0%	20.0%	15.0%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>