

## 产品价值持续提升，综合保险扬帆起航

### 投资要点

- 推荐逻辑:**消费升级需求依然向好:寿险保费增长好于预期,产险保费增速恢复好于预期;在利率上行的背景下,保险行业有望迎来基本面业绩拐点;健康险和车险有望在政府政策引导下发展迅速。估值较低:公司未来三年归母净利润有望实现年化20%的复合增长,当前股价对应PEV倍数仅为1.1倍,处于历史中值下方,安全边际较高,增长空间较大。
- 寿险:**代理人数量及产能双升拉动保单收入和价值继续快速增长。在大个险战略引导下,公司2016年代理人数量及产能双双增长,同比分别增长35.5%和6.4%,拉动公司寿险保费收入快速增长。再加上公司积极调整产品结构,发展期缴业务,寿险保单的新业务价值持续快速增长,公司内含价值稳步提升。在准备金计提方面,由于市场利率短期呈现上行趋势,基于10年期国债收益率的保险传统险准备金折现率有望在2017年三季度末迎来向上拐点,从而降低寿险业务的准备金计提,释放险企会计利润。
- 产险:**强化业务风险控制,综合成本率稳中有降。综合成本率主要由赔付率和费用率两部分组成。赔付率方面,公司近年来通过剔除劣质保单,强化质量控制使产品赔付率持续下降。费用率方面,自商业车险费率改革实施以来,产险市场的价格竞争日趋激烈,各家险企在渠道方面的手续费支出增多使产品费用率始终居高不下,侵蚀产险企业利润。未来随着车险二次费改的落地预期升温,产险企业在代理渠道方面的价格战有望得到缓解。
- 资产管理:**投资风格多元化,另类非标资产配置增多。在投资资产规模上,公司近年来保持着10%以上的稳健增长速度,随着负债端保费收入的持续快速增长,公司未来可用于投资的资产规模也将继续保持增长趋势。在资产配置结构方面,在传统的股票市场和债券市场赚钱效应减弱的背景下,公司积极拓展另类非标资产投资,丰富资产配置结构,使投资组合收益的稳定性进一步提升。
- 盈利预测与投资建议:**预计2017-2019年EPS分别为1.53元、1.92元、2.22元,未来三年归母净利润有望实现年化20%的复合增长率,给予公司2017年PEV倍数估值约为1.14倍,对应目标价37.15元,给予“买入”评级。
- 风险提示:**政策落地不及预期,资本市场下行使公司业绩和估值面临双重压力。

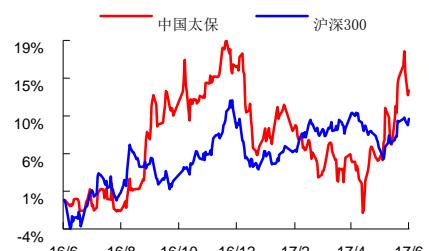
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	267014	332593	382590	437145
增长率	8.01%	24.56%	15.03%	14.26%
归属母公司净利润(百万元)	12057	13867	17417	20082
增长率	-32.27%	15.35%	25.61%	15.30%
每股收益EPS(元)	1.33	1.53	1.92	2.22
净资产收益率ROE	9.10%	9.07%	10.27%	12.62%
PE	22.20	19.30	15.37	13.33
PB	1.99	1.95	1.90	1.88

数据来源:Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 李佳颖  
执业证号: S1250513090001  
电话: 023-63786561  
邮箱: lijy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源:聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	90.62
流通A股(亿股)	62.87
52周内股价区间(元)	25.66-31.14
总市值(亿元)	2,676.91
总资产(亿元)	10,891.71
每股净资产(元)	14.65

### 相关研究

## 目 录

1 公司概况：深耕市场的综合性保险集团 .....	1
2 行业分析：行业周期上行，政策护航发展 .....	2
2.1 市场潜在空间巨大，行业迎来发展黄金期 .....	2
2.2 防范风险，政策护航行业健康发展 .....	2
2.3 车险二次费改正在酝酿，产险企业变数增多 .....	3
2.4 利率上行减少险企准备金计提压力 .....	4
3 公司概况：质地优良的综合性保险集团 .....	5
3.1 寿险转型效果明显，新业务价值增速领先 .....	5
3.2 产险业务保持盈利，强化风控降低成本 .....	7
3.3 投资资产规模稳步提升，多元化配置分散风险 .....	8
4 盈利预测与估值 .....	10
5 风险提示 .....	11

## 图 目 录

图 1: 公司近三年主营业务结构情况 .....	1
图 2: 公司近三年主营业务毛利情况 .....	1
图 3: 2012-2016 年公司营业收入及增长趋势 .....	2
图 4: 2012-2016 年公司归母净利润增长趋势 .....	2
图 5: 10 年期国债收益率 750 日移动平均值曲线 .....	4
图 6: 折现率下调对险企内含价值影响分析 .....	4
图 7: 上市险企寿险保费增速对比 .....	5
图 8: 中国太保营销员规模及产能变化 .....	5
图 9: 中国太保近三年渠道占比情况 .....	6
图 10: 中国太保新业务价值增速排名第一 .....	6
图 11: 中国太保近三年险种结构占比 .....	7
图 12: 太保产险保费收入增速放缓 .....	7
图 13: 太保产险综合成本率缓慢下降 .....	7
图 14: 资本市场赚钱效应减弱 .....	8
图 15: 太保资产投资收益水平变化 .....	8

## 表 目 录

表 1: 近期保监会政策 .....	3
表 2: 太保寿险主打产品 .....	6
表 3: 太保资产配置情况 .....	9
表 4: 中国太保估值情况表 .....	10
附表: 财务预测与估值 .....	12

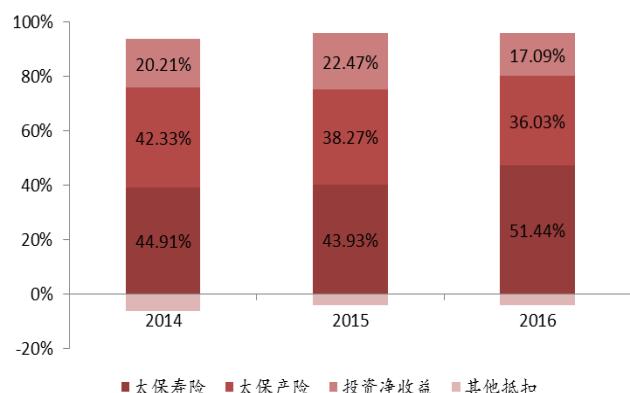
## 1 公司概况：深耕市场的综合性保险集团

中国太保作为一家成立有二十五年历史的老牌险企，公司在发展过程中专注于深耕保险市场，打造中国领先的综合性保险集团公司。自成立以来，公司先后组建了太保寿险、太保产险、太保资管、太保在线、安联健康险等多家子公司，实现了在寿险、产险、养老险、健康险、农险、资产管理、养老投资等领域的全牌照布局，成长为当前我国保险市场上经营范围最广，业务范围最全的保险集团。

作为全国领先的综合性保险集团公司，在保险领域的各方面业务开展较为均衡。人身险方面既有传统的寿险业务，也包括新兴的健康险、养老险等业务；财产险方面，除了传统的机动车辆保险外，还有企财险、责任险、货运险以及农险等诸多业务。2017年一季度，公司寿险业务实现保费收入813.2亿元，同比增长37.89%，市场份额5.2%，排名提高两位至第四名。公司产险业务实现保费收入261.27亿元，同比增长1.25%，市场份额9.91%，稳居行业第三。控股子公司长江养老险公司的第三方受托管理资产达到594亿元，同样排名市场第三。

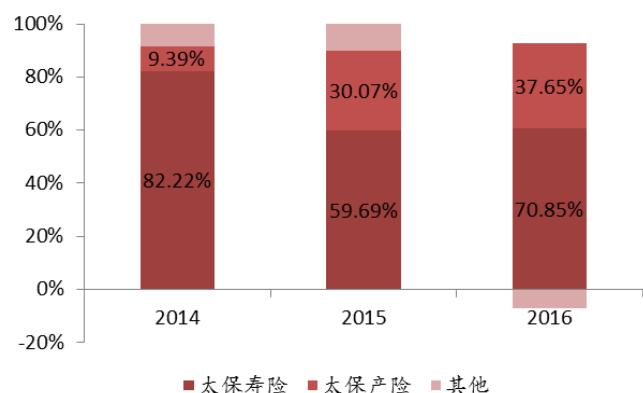
**公司主营业务结构：**从近三年公司营业收入构成来看，寿险业务、产险业务和投资业务是公司营收三大主要来源，但是从利润贡献来看，仍是以寿险为主，最近三年都在60%以上。而产险业务虽然营业收入占比稳定，但受市场竞争激烈以及产品费用率高企因素影响，利润贡献一度下降至10%左右，2015年后通过减量提质才重回盈利区间，重新成为公司重要利润来源之一。

图1：公司近三年主营业务结构情况



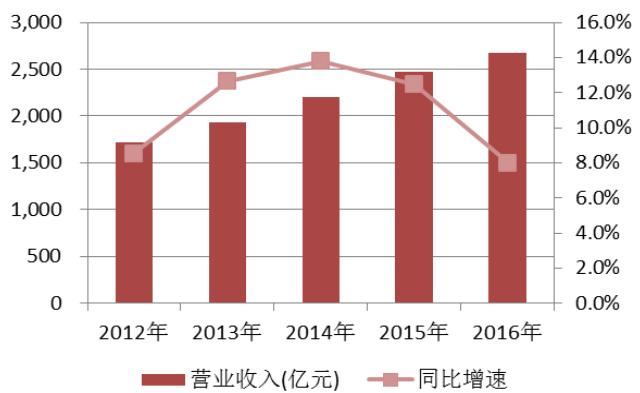
数据来源：wind, 西南证券整理

图2：公司近三年主营业务毛利情况

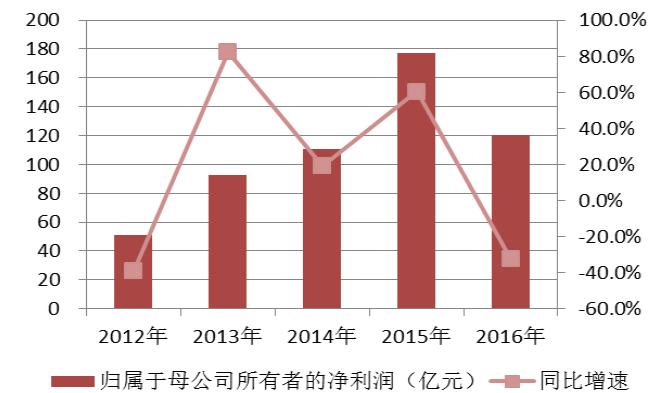


数据来源：wind, 西南证券整理

**公司业绩状况：**在2012-2016年期间，公司收入和归母净利润复合增速分别为9.26%和18.88%，增长稳健。据公司2016年报显示，受投资收益下降及准备金折现率变动的影响，公司归母净利润同比下降31.99%。而当前随着资本市场逐步企稳和市场利率的上行，公司收入和净利润增速将重回正轨，预计2017-2019年公司营业收入复合增长率将维持在15%左右，净利润复合增长率在20%左右。

**图 3: 2012-2016 年公司营业收入及增长趋势**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 4: 2012-2016 年公司归母净利润增长趋势**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 行业分析：行业周期上行，政策护航发展

### 2.1 市场潜在空间巨大，行业迎来发展黄金期

从行业发展角度来说，虽然我国是目前全球发展最快的寿险市场之一，然而直到 2015 年底，我国保险市场的保险密度和保险深度仍仅为 272 美元和 3.59%，距离全球保险市场 2015 年的 621 美元的保费密度和 6.2% 的保费深度还存在着不小差距。

而从社会发展角度来说，我国社会人口老龄化程度的加剧，使得原有的依靠政府为主导的社会养老保障体系能够发挥的作用有限，养老金缺口的持续扩大亟待商业保险公司参与到养老体系的建设当中来。而伴随着老龄化发展带来的一系列医疗、健康、理财等诸多服务内容，也需要商业保险提供相关风险保障和财富管理服务。

为此，2014 年 8 月份国务院专门发布了《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》，即新“国十条”，要求通过一系列改革政策推动保险业完成到 2020 年保险深度达到 5%，保险密度达到 3500 元/人的发展目标。此后，关于商业保险费率改革、健康险税收优惠等一系列利好政策密集落地，而后续的养老税收优惠政策也在持续酝酿当中。在市场需求增加和利好政策推动的双重利好因素影响下，保险行业将迎来发展的黄金期。

### 2.2 防范风险，政策护航行业健康发展

随着金融行业去杠杆政策的深化，保险监管层对于行业监管力度加强，在产品端、投资端和公司治理方面都出台了一系列政策法规规范保险公司的经营活动。产品端，自 2016 年 3 月份出台了对中短存续期产品的限制措施之后，在 2017 年 5 月份又出台了规范两全、年金保险等快速返还型产品设计行为。投资端，通过推行新的第二代偿付能力监管体系对保险企业的投资风险进行引导控制，对部分险企的激进举牌和跨界并购行为强化监管，鼓励险资支持实体经济建设。公司治理方面，对保险公司股东的自身资质和在公司经营过程中的管理活动加强了监督约束。从一系列监管法规的引导趋势来看，一方面是要促使保险公司的经营重点要回归保险保障主业，另一方面也要防范行业整体出现系统性风险。

从政策影响来看，受监管政策冲击较大的多为中小型保险公司，其在前期通过销售理财产品积累庞大保费规模，再通过高杠杆的保险资金在资本市场上激进投资的活动受到了监管制度的严格约束，后续的业务发展面临较大的转型压力。而对于大型保险公司来说，自身的经营策略本身较为稳健保守，无论是产品设计还是资产配置都制定了完备的风险控制体系，因此受监管政策的影响较小，有望在严监管环境下发挥自身在渠道、定价以及品牌服务方面的优势进一步提高市场份额，巩固市场主导地位。

**表 1：近期保监会政策**

发布时间	发布政策	政策内容
2016.06.01	《中国保监会 关于清理规范保险资产管理公司通道类业务有关事项的通知》	开展保险资产管理公司银行存款通道等业务清理规范工作
2016.08.30	保险公司章程指引（征求意见稿）	公司不接受本公司的股票作为质押权的标的。发起人持有的本公司股份，自公司成立之日起一年内不得转让。
2016.08.30	《保险公司股权管理办法（修订版）》	拟抬高险企股东准入门槛 设 1 至 3 年股权禁售期，对控制类股东提出资产负债率和财务杠杆率不得显著高于行业平均水平
2016.09.06	中国保监会关于强化人身保险产品监管工作的通知	建立人身保险产品退出机制、问责机制、回溯机制、信息披露机制，加强人身险新型产品销售管理，对万能险建立单独核算制度，单独管理万能账户。
2016.09.06	中国保监会关于进一步完善人身保险精算制度有关事项的通知	提升保险产品的风险保障水平，万能保险责任准备金的评估利率上限调整为年复利 3%，保单贷款比例不得高于保单现金价值或账户价值的 80%，限制中短存续期产品规模，给予保险公司 5 年过渡期限。
2016.12.31	保险公司股权管理办法征求意见稿	将保险公司股东分为财务类(<10%)、战略类(≥10%且<20%)、控制类(≥20%)三种类型，分别设立严格的约束标准
2017.05.04	中国保监会关于保险业支持实体经济发展的指导意见	支持保险资金通过各种形式，服务“一带一路”建设、国家区域经济发展战略、军民融合、中国制造 2025、PPP 项目等
2017.05.05	关于保险资金投资政府和社会资本合作项目有关事项的通知	投资计划可以采取债权、股权、股债结合等可行方式，投资一个或一组合格的 PPP 项目
2017.05.11	关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知	两全保险产品、年金保险产品，首次生存保险金给付应在保单生效满 5 年之后，且每年给付或部分领取比例不得超过已交保险费的 20%。保险公司不得以附加险形式设计万能型保险产品或投资连结型保险产品。
2017.05.22	《关于债权投资计划投资重大工程有关事项的通知》	在风险可控的前提下，支持保险资金投资对宏观经济和区域经济具有重要带动作用的重大工程。

数据来源：保监会、西南证券整理

## 2.3 车险二次费改正在酝酿，产险企业变数增多

在 2015 年 2 月份保监会发布了《关于深化商业车险条款费率管理制度改革的意见》后，产险行业开始陆续启动车险费率改革试点。目前，产险行业的车险费率市场化改革已经扩展到全国范围。按照方案设计，各保险公司可以根据自身风险的识别能力、成本情况和定价能力对不同风险水平的机动车和驾驶人厘定不同水平的费率。风险较低的车主，可以享受到低保费的优惠，而风险事故次数较高的车主，则将会承担与之相对应的高保费要求。

从费率改革实施效果来看，一方面财产企业拥有了更大的产品定价权，费率拟定更加市场化和科学化。实施后的市场费率整体呈下降态势，有助于提升市场需求。另一方面，由于

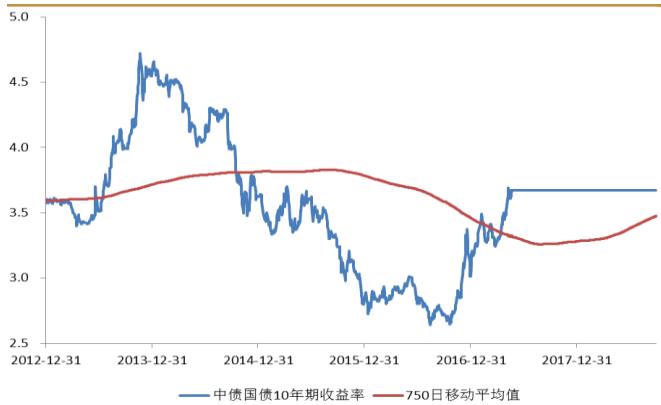
在产品定价和精算假设方面行业并未形成统一的标准，因此在行业整体赔付率水平保持稳定的条件下，各家产险企业纷纷通过价格战的方式争夺市场份额，造成渠道费用率一路攀升，并最终反映到产险产品的综合成本率上，影响到产险企业的经营利润。对此，目前监管层正在酝酿第二次费率改革，虽然还不能确定时间，但预计将在费率拟定和渠道拓展方面做出改变。车险费率改革的全面推广，对于拥有成熟的代理渠道和品牌效应的大型产险公司来说，在费率拟定和理赔服务方面均具有天然优势，因而相对容易地利用低价策略迅速抢占市场，使市场集中度进一步提升。同时，先进合理的费率机制也有助于提高险企经营效率，促使企业降低运营成本，提高承保质量来保证盈利能力的可持续增长。

## 2.4 利率上行减少险企准备金计提压力

计提准备金是保险公司营业支出中最重要的一项，而折现率是决定保险公司计提风险准备金的直接影响因素。折现率越高，保险公司对保险合同负债所需要的准备金会减少。反之，折现率越低，保险公司的准备金计提需要更多才能满足对保险合同的负债需要，而准备金计提的越多，对保险公司的会计报表利润侵蚀就越大。根据 2009 年保险公司制定执行的新会计准则，险企传统险准备金折现率=750 天移动平均的 10 年期国债到期收益率+(<120bps 的溢价)。在 2017 年保监会下发的《关于优化保险合同负债评估所适用折现率曲线有关事项的通知》中，新规对保险合同负债评估所使用的折现率曲线组成部分，基础利率曲线和综合溢价，分别作出了优化和调整，将基础利率由 750 日移动平均国债收益率曲线，变更为按不同时间期限划定的三段曲线：750 日移动平均国债收益率曲线(20 年以内)、终极过渡曲线(20 年至 40 年)和终极利率(40 年以上)。综合溢价的确定可以考虑税收、流动性效应和逆周期等因素，溢价幅度最高不得超过 120 个基点。三段式折现率曲线的划分将在一定程度上提高折现率，减少准备金提取，释放利润空间。

在近年利率下行过程中，由于对险企净利润的影响体现滞后，传统险准备金折算率在 2016 年出现较大降幅，进而提升各家险企的传统险准备金计提数额，对险企财务报表中的税前利润产生负面影响。根据 2016 年上市险企年报数据显示，若其他变量不变，折现率假设比当前假设减少 50 个基点，将对险企财务报表中的税前利润产生超过 250% 的负面影响，对险企的内含价值构成约 8% 的负面影响。自 2016 年 10 月份以来，10 年期国债利率迎来向上拐点，如果按照当前 3.67% 的收益水平不变进行推算，预计准备金折现率将在三季度后迎来向上拐点，险企年底和 2018 年的准备金计提数额将有所下降，利好险企释放会计利润。

图 5: 10 年期国债收益率 750 日移动平均值曲线



数据来源: wind, 西南证券整理

图 6: 折现率下调对险企内含价值影响分析

单位 (百万元)	折现率	EV	NBV	敏感分析
中国平安	-50BP	-30849	-4829	-8.56%
新华保险	-50BP	-9523	-1629	-7.36%
中国人寿	-50BP	-50970	-8413	-7.82%
中国太保	-50BP	-16207	-2681	-8.92%

数据来源: wind, 西南证券整理

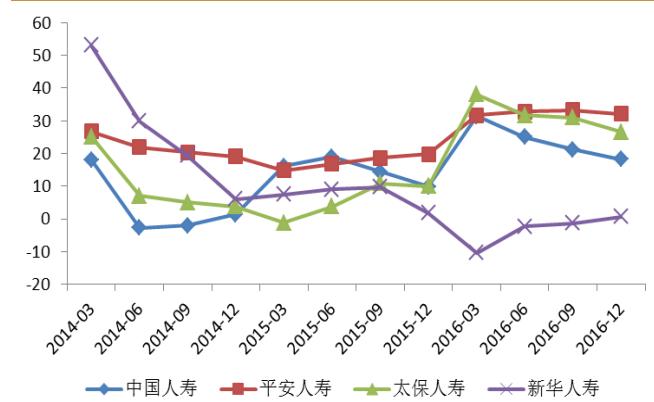
### 3 公司概况：质地优良的综合性保险集团

#### 3.1 寿险转型效果明显，新业务价值增速领先

##### 3.1.1 大个险战略提升新业务价值，退保压力持续缓解

中国太保在近年推出大个险战略规划，加强个险渠道建设，提升个险渠道保单价值。在大个险战略下，2016 年公司月均保险营销员规模达到 65.3 万人，同比增长 35.5%，较 2013 年增长了一倍有余；营销员每月实现人均首年保费收入 5084 元，同比增长 6.4%。营销员规模和产能的双重提升拉动了公司新单保费收入增长，在 2016 年，太保寿险保费收入增速 26.5%，排名上市险企第二位。

图 7：上市险企寿险保费增速对比



数据来源：wind，西南证券整理

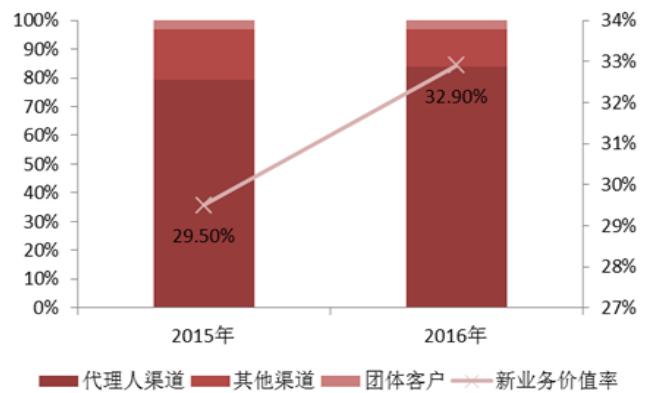
图 8：中国太保营销员规模及产能变化



数据来源：wind，西南证券整理

受益于重视个险建设，代理人渠道保费在总保费收入中的占比逐年攀升，在 2016 年实现保费收入 1154.19 亿元，同比提高 33.9%，在总保费中的占比达到 84.02%，高于其他上市险企。其中，个险新保业务更是以 45.5% 的超高增速拉动整体保费业务增长。而与此相对的是，公司为提高承保质量对银保渠道增加了主动选择，优化银保渠道保单期限结构。受此影响，公司银保渠道保费小幅下滑 6.7%，但新业务价值率同比提升 3.4 个百分点至 32.90%。相对于在银保渠道销售的理财型保险产品，个险渠道销售的保单多为期缴保单，普遍期限较长，业务内含价值较高。在太保寿险的个险新单中，期缴产品的保费收入占比接近 96%，拉动公司寿险产品的新业务价值迅速提升。2016 年太保寿险新业务价值增速达到 56.5%，排名上市险企第一位，保费收入增长的含金量较高。

图 9: 中国太保近三年渠道占比情况



数据来源: wind, 西南证券整理

在保费快速增长的同时，过去困扰公司多年的退保金高企问题得到缓解。在市场收益率下行，保监会出台抑制中短存续期保险产品政策的大环境下，公司积极优化承保质量，改善保单结构，使最近两年公司保单退保率持续下行。截止到 2016 年，公司退保金规模 135.38 亿元，同比大幅下降 46.3%，拉低公司退保率至 2.0%，相较于 2015 年末下降了 2.2 个百分点。

### 3.1.2 主打分红险产品，传统寿险占比上升

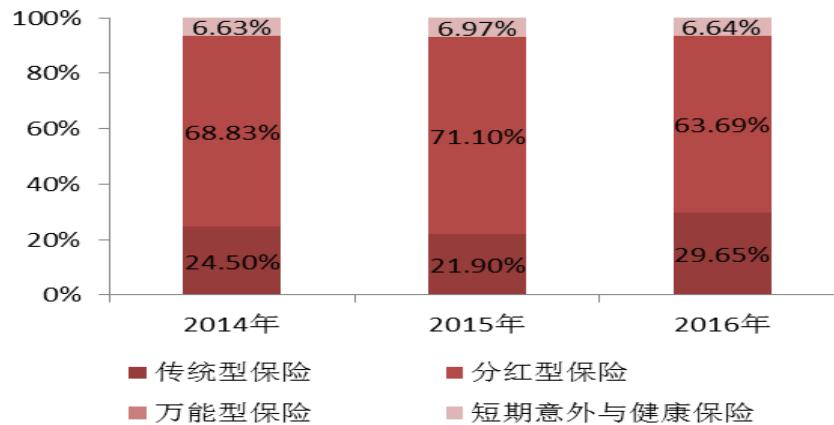
通过分析太保寿险 2016 年热销产品可以发现，公司寿险业务仍以分红险为主打产品，2016 年保费收入前五名的寿险产品中，分红险产品占据三席，而从公司寿险业务整体结构来看，分红险的保费占比也达到 63.69%。但从纵向数据来看，传统型保障保险产品的占比在 2016 年异军突起，取得了 71.3% 的超高增速，成为拉动保费收入增长的主力险种。目前，传统险保费收入在寿险总保费收入中的占比达到 29.65%，同比增加 7.75 个百分点，显示公司在维持产品保费规模增长的基础上，持续加大保障型产品的销售力度，提升产品盈利能力。

表 2: 太保寿险主打产品

产品	险种	保费收入 (百万元)
金佑人生终身寿险 (分红型) A 款 (2014 版)	分红险	14212
幸福相伴 (尊享型) 两全保险	传统险	7744
利赢年年年金保险 (分红型)	分红险	6403
鸿发年年年金保险 (分红型)	分红险	5523
安行宝两全保险	传统险	5272

数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 11：中国太保近三年险种结构占比



数据来源：公司公告、西南证券整理

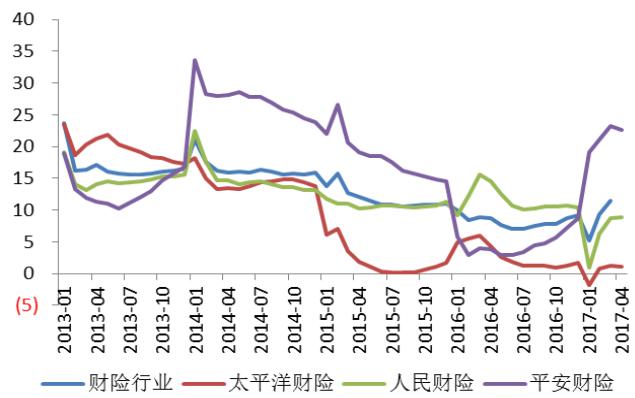
### 3.2 产险业务保持盈利，强化风控降低成本

#### 3.2.1 产险收入微增，综合成本率下降

自 2015 年以来，随着产险市场竞争逐步加剧，产险企业间在产品定价和渠道争夺等方面的竞争日趋激烈，由此产生的承保责任风险累积，赔付率攀升和费用率高企侵蚀行业利润，部分产险企业盈利能力下滑甚至出现亏损。

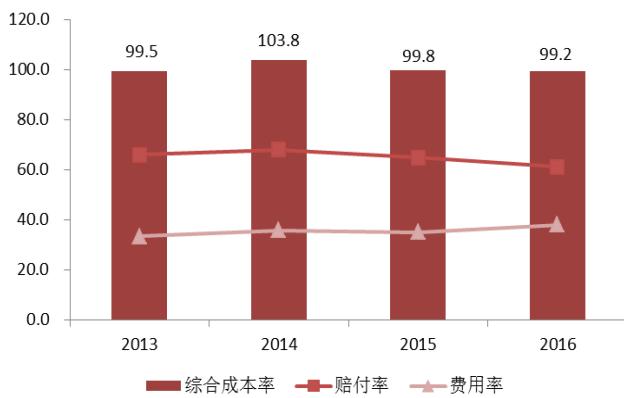
太保产险在前期的业务拓展当中也承保了部分高风险业务，使公司在 2014 年的综合成本率一度上升至 103.8%，出现近六年首次承保亏损。2015 年之后，太保产险主动放缓业务增速，着重提升承保质量，加强费用控制。截止到 2016 年底，太保产险保费同比增长仅 1.73%，低于产险行业 9.12% 的平均水平。但也正是得益于风险选择和理赔管控的优化，太保综合成本率较 2016 年底下降了 0.6 个百分点至 99.2%，维持在了承保盈利区间。

图 12：太保产险保费收入增速放缓



数据来源：wind，西南证券整理

图 13：太保产险综合成本率缓慢下降



数据来源：wind，西南证券整理

### 3.2.2 车险继续占据主导，意外险扭亏为盈

从太保产险近三年的业务结构中可以看出，当前公司的主营业务中仍是以机动车辆险为主，占比接近 80%。在 2016 年上半年保监会出台了商业车险费率改革之后，商业车险市场费率整体下滑，太保产险则采取强化自上而下的核心渠道建设，借助大数据技术实施渠道分客群的策略提升品质管控，使核心渠道在车险中的占比达到 55.66%，同比上升 2.0%。

在非车险业务方面，近年来受市场竞争加剧和自然灾害频发等因素的影响，非车险业务整体综合成本率始终居高不下，在 2016 年攀升至 109.06%，较 2016 年同期增长 0.7 个百分点。对此，太保产险一方面积极提高非车险的专业化能力建设，加大传统业务结构的调整力度；另一方面抓住保险新规十条带来的政策红利积极发展政保类、创新类业务产品。这其中，意外险通过提出高赔付率的劣质业务，使业务结构明显改善，在非车险主要险种中率先实现承保盈利，综合成本率降至 94.9%，同比下降 14.4 个百分点。

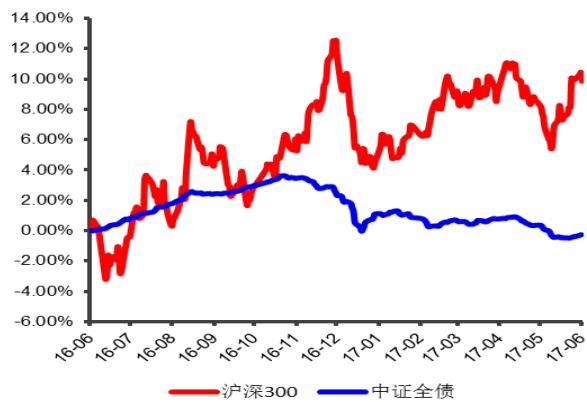
## 3.3 投资产规模稳步提升，多元化配置分散风险

### 3.3.1 控制资产久期，增加理财产品配置

太保资产管理业务近年来的投资资产规模持续扩大，到 2016 年年已经达到 1.24 万亿元，较上年末增长 13.6%。其中，集团投资资产 9417.60 亿元，同比增长 10.2%；第三方管理资产 2936.12 亿元，同比增长 25.8%。

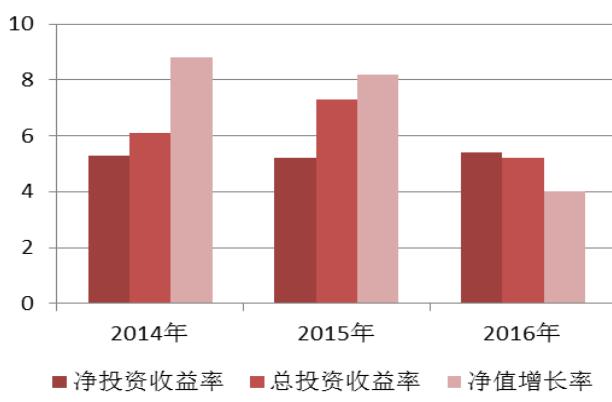
投资资产的扩张对公司资产配置提出了更高要求。2016 年市场收益水平下滑趋势明显，沪深 300 指数全年下跌 11.28%，债券市场自 2016 年 10 月份以来受利率上行因素影响收益出现向下拐点。受此影响，太保资产在 2016 年总投资收益率下滑至 5.2%，同比下降 2.1 个百分点。

图 14：资本市场赚钱效应减弱



数据来源：wind，西南证券整理

图 15：太保资产投资收益水平变化



数据来源：wind，西南证券整理

中国太保目前正通过控制资产久期，保持配置灵活积极应对市场变化，通过主动操作减缓市场波动造成的影响。通过观察近三年太保投资资产的配置结构来看，在固定收益类资产方面，传统的定期存款和债券资产占比下滑较快，而以银行理财、集合资金信托计划、券商专项资产管理计划为代表的非标类资产占比提升明显；而在权益资产方面，公司对基金和股

票等传统权益类资产的投资仍较为审慎，增量的资金主要用于投资理财产品、非上市股权以及优先股。

从太保资产的配置策略来看，投资结构的多元化能够有效分散市场投资风险，而减少定期存款增加现金资产的持有可以增加在市场震荡行情当中的操作灵活性。此外，在当前低利率市场环境下，非标资产当中的理财产品凭借较高的收益率和较低的违约风险受到各方机构投资者的青睐。对于中国太保来说也不例外，公司 2016 年配置在固收和权益方向当中的理财产品占比累计达到 9.2%，较 2016 年末增加 3.2 个百分点。

**表 3：太保资产配置情况**

资产类别		2014 年	2015 年	2016 年
固定收益类	定期存款	20.86%	18.07%	14.04%
	债券	61.64%	63.93%	68.21%
	其他固收类	11.16%	13.53%	18.19%
权益投资类		14.52%	14.43%	12.31%
	基金	6.11%	5.38%	4.05%
	股票	4.27%	3.94%	3.31%
	其他权益类	4.13%	5.11%	4.94%
现金及等价物		2.21%	2.83%	4.53%
投资性房地产		0.77%	0.74%	0.92%

数据来源：公司年报，西南证券整理

### 3.3.2 增资安信农险，参与设立保险公司

自 2016 年初以来，中国太保加快了布局农业险、互联网保险等新兴保险产业的步伐。旗下产险公司在 4 月份对子公司安信农险进行增资，以 3.98 亿元认购其 1.93 亿股股份，使太保产险持有的安信农险股份由之前的 34.34% 升至 52.13%，安信农险的注册资本也由此前的 5 亿元升至 7 亿元，增强了资本实力。

2016 年 6 月份太保产险进一步向互联网保险进军，与百度鹏寰资产管理（北京）有限公司签署协议，拟共同发起设立一家股份制财产保险公司，主营互联网车险业务。预计本次太保投资将不少于 10 亿元，持股比例不低于 50%。此次设立的互联网产险公司将传统的车险业务与互联网大数据技术相结合，充分挖掘市场上对于汽车保险的多层次服务需求，在产品设计和服务模式方面进行创新尝试。既可以发挥太保现有的线下渠道优势，又可以借助百度在大数据分析方面的技术优势，提高太保产险的获客能力。目前，该投资项目仍处在等待保监会批准阶段，后续进度我们仍将持续跟踪。

通过对相关保险领域的深耕细作，中国太保的业务范围逐渐延伸到保险产业链的各个角落，并逐渐跨越行业界限向着更广泛的金融领域扩张，预计在不远的将来，中国太保有望升级为又一家综合实力强、业务范围全面的金融集团。

## 4 盈利预测与估值

公司未来营业收入增长的驱动力主要来源于以下几个方面：负债端方面，寿险业务代理人数及产能的双双提升带来的保费收入快速增长。在社会消费升级的背景下，保险产品的社会需求空间被逐渐打开，而保险营销代理人队伍的发展壮大，使保险公司的产品能够迅速打入消费市场，提升公司保费规模，为公司投资活动提供低成本且长久期的资金来源。投资端方面，虽然 2017 年资本市场行情低迷影响到保险公司的整体投资收益水平，但在中性货币政策环境下，市场短期利率上行改善了险企的资产再配置压力，而保险资金的投资日趋多元化也在一定程度上分散了市场投资风险，提升了投资收益的稳定性。在保险投资资产规模不断扩大的背景下，保险投资收益将保持稳中向上的增长趋势。最后，随着市场利率上行，保险公司的传统险准备金折现率临近向上拐点，在一定程度上减轻了寿险公司的准备金计提压力，释放寿险业务会计利润。

目前，采用精算评估价值法是对保险公司进行估值的主流方法。保险公司的评估价值等于调整净资产价值，有效业务价值和未来新业务价值三者之和。其中，调整净资产价值是指扣除用于支持有效业务的资产之外的归属于股东的净资产，这部分可以基于市场价值进行调整。而有效业务价值是公司的有效保单在未来创造的利润的净现值，随精算假设变更而变化。这两者构成了保险公司的内含价值，是衡量公司的静态价值。而未来新业务价值代表的是未来销售保单的期望利润的净现值，通常使用一年期新业务乘以新业务价值倍数获得。

根据内含价值估值体系，我们将中国太保公司业务分为寿险业务和非寿险业务进行分别估值。假设条件如下：(1) 寿险业务经调整的净资产增速保持 25% 的年化复合增长速度；(2) 寿险有效业务价值增速保持 17% 的年化复合增长速度；(3) 新业务价值增速保持 30% 的年化复合增长速度；(4) 新业务价值倍数保守估计为 10 倍；(5) 非寿险业务部分资产采用历史 PB 法进行估值。经测算，我们预计 2017 年-2019 年公司每股内含价值复合增长率为 20%，PEV 均值倍数区间在 1.1x-1.2x 之间。

表 4：中国太保估值情况表

		公式	2016A	2017E	2018E	2019E
寿险业务	经调整的净资产	A	78556	98088	122475	152927
	有效业务价值	B	103048	120508	140926	164803
	集团寿险内含价值	C=A+B	181604	218595	263401	317730
	新业务价值	D	19041	28129	41554	61387
	新业务价值倍数	E	10	10	10	10
	精算价值	F=C+D*E	372014	499884	678942	931600
非寿险业务	经调整的净资产	G	66095	78510	93257	110775
	PB 倍数	H	0.9734	0.9725	0.9725	0.9728
	价值	I=G*H	64335	76350	90690	107759
总内含价值		J=C+I	245939	294945	354091	425488
总精算价值		K=F+I	436349	576233	769632	1039358
总股本（百万股）			9062	9062	9062	9062
精算价值			48.15	63.59	84.93	114.69
内含价值			27.14	32.55	39.07	46.95

		公式	2016A	2017E	2018E	2019E
PEV 倍数			0.99	1.14	1.16	1.09
目标均价 (元/股)			26.76	37.15	45.19	51.40

数据来源：公司年报，西南证券（备注：未标注单位的为百万元）

未来考虑行业利好政策持续落地，市场增长空间巨大，而公司作为行业领先的保险集团，受益最为明显，在内含价值保持持续增长的条件下，公司未来三年每股收益为 1.53 元、1.92 元、2.22 元。2017 年 PEV 倍数估值约为 1.14 倍，目标价格 37.15 元，对当前股价有 26% 的增长空间，给予“买入”评级。

## 5 风险提示

政策落地不及预期，资本市场下行使公司业绩和估值面临双重压力。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	267014.00	332592.81	382590.39	437144.53	<b>一、流动资产</b>				
已赚保费	219573.00	278857.71	320686.37	368789.32	货币资金	15257.00	16916.96	18757.53	20798.35
加：投资净收益	45630.00	51561.90	59296.19	65225.80	交易性金融资产净值	27190.00	30148.27	33428.40	37065.41
加：公允价值变动净收益	-768.00	-247.83	-371.25	-396.24	应收保费	6562.00	7636.86	8887.77	10343.59
加：汇兑净收益	117.00	88.67	104.89	103.52	应收利息	17003.00	18548.57	20234.64	22073.97
其他业务收入	2462.00	2332.37	2874.20	3422.13	应收分保账款	5705.00	6413.22	7209.35	8104.32
减：退保金	13538.00	10830.40	14079.52	18303.38	应收分保未到期责任准备金	4351.00	4381.64	4412.49	4443.56
减：赔付支出	91238.00	95895.12	104463.72	114146.37	应收分保未决赔款准备金	6617.00	7074.45	7563.52	8086.41
加：摊回赔付支出	7409.00	7874.67	7641.22	7641.63	应收分保寿险责任准备金	1503.00	1684.88	1888.77	2117.34
减：保险责任准备金	72368.00	107411.00	112716.23	126175.80	应收分保长期健康险责任准备金	7670.00	8598.78	9640.03	10807.36
加：摊回保险责任准备金	1676.00	1373.00	1376.33	1475.11	<b>流动资产合计</b>	91858.00	101403.63	112022.51	123840.31
减：保单红利支出	7735.00	8895.25	10229.54	11763.97	<b>二、非流动资产</b>				
减：分保费用	40.00	33.00	34.33	35.78	买入返售金融资产净值	21138.00	27479.40	32975.28	36272.81
减：营业税金及附加	2938.00	1175.20	1410.24	1621.78	可供出售金融资产净值	258711.00	302902.12	393772.76	472527.31
减：手续费及佣金支出	35166.00	56265.60	78771.84	94526.21	持有至到期投资净值	304874.00	309071.67	308096.22	307347.30
减：业务管理费用	33719.00	37835.98	42970.49	48862.38	投资性房地产净值	8657.00	9147.20	9665.16	10212.44
加：摊回分保费用	4308.00	4013.33	4074.44	4131.93	长期股权投资净值	151.00	246.33	240.44	212.59
减：其他业务成本	6467.00	6895.65	6475.88	6612.84	存出资本保证金	6078.00	6756.72	7511.24	8350.02
减：资产减值损失	1141.00	2053.80	1171.60	1455.47	固定资产净值	16015.00	18726.09	21896.12	25602.80
<b>营业利润</b>	16072.00	18562.81	23359.00	26889.23	在建工程净值	0.00	200.00	240.00	248.00
加：营业外收入	167.00	148.80	156.96	164.15	无形资产净值	1228.00	1438.36	1684.75	1973.35
减：营业外支出	154.00	95.47	100.16	102.64	商誉净值	962.00	962.00	962.00	962.00
<b>利润总额</b>	16085.00	18616.15	23415.80	26950.74	递延所得税资产	1382.00	1069.46	827.60	640.44
减：所得税	3801.00	4497.25	5679.81	6500.30	<b>定期存款</b>	132226.00	131219.98	130221.61	129230.83
<b>净利润</b>	12284.00	14118.90	17735.99	20450.44	<b>其他资产</b>	9918.00	11901.60	14281.92	17138.30
减：少数股东损益	227.00	252.35	318.55	368.48	<b>非流动资产合计</b>	761340.00	821120.93	922375.11	1010718.19
<b>归属母公司净利润</b>	12057.00	13866.55	17417.44	20081.96	<b>资产差额</b>	139634.00	197577.76	199028.45	227217.61
总股本	9062.00	9062.00	9062.00	9062.00	<b>资产总计</b>	1020692.00	1120102.32	1233426.06	1361776.11
<b>EPS(当前股本)</b>	1.33	1.53	1.92	2.22	卖出回购金融资产款	39104.00	40677.18	42313.66	44015.97
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	预收保费	22326.00	30475.48	41599.69	56784.47
PE	22.20	19.30	15.37	13.33	应付手续费及佣金	3470.00	4192.35	5065.07	6119.46
PB	1.99	1.95	1.90	1.88	应付分保账款	5775.00	5775.00	5775.00	5775.00
PS	1.00	0.80	0.70	0.61	应付利息	395.00	458.90	533.13	619.37
<b>财务分析指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	应付职工薪酬	3871.00	4554.43	5358.51	6304.56
<b>成长能力</b>					应交税费	4683.00	5601.37	6563.17	7481.37
销售收入增长率	8.01%	24.56%	15.03%	14.26%	应付赔付款	16605.00	18921.56	21561.31	24569.33
营业利润增长率	-33.53%	15.50%	25.84%	15.11%	应付保单红利	21735.00	25851.06	30746.60	36569.24
净利润增长率	-31.90%	14.94%	25.62%	15.30%	保户储金及投资款	48855.00	49179.99	49507.13	49836.46
EBITDA 增长率	-38.58%	0.01%	25.98%	19.90%	未到期责任准备金	41124.00	42126.50	43153.44	44205.42
<b>获利能力</b>					未决赔款准备金	36643.00	39491.23	42560.84	45869.06
毛利率	72.90%	67.70%	70.54%	71.14%	寿险责任准备金	589799.00	656130.79	729922.59	812013.40
三费率	51.87%	43.47%	42.22%	41.48%	长期健康险责任准备金	26260.00	31337.17	37395.96	44626.18
净利润率	4.60%	4.25%	4.64%	4.68%	应付债券	11498.00	11498.00	11498.00	11498.00
ROE	9.12%	10.27%	12.62%	14.36%	独立账户负债	16.00	0.00	0.00	0.00
ROA	1.20%	1.26%	1.44%	1.50%	递延所得税负债	937.00	932.47	927.96	923.47
<b>营运能力</b>					其他负债	12572.00	14959.76	17801.01	21181.90
总资产周转率	0.27	0.31	0.33	0.34	<b>负债差额(特殊报表科目)</b>	261.00	400.22	613.70	941.06
固定资产周转率	17.97	19.15	18.84	18.41	<b>负债总额</b>	885929.00	982563.44	1092896.78	1219333.70
<b>资本结构</b>					股本	9062.00	9062.00	9062.00	9062.00
资产负债率	86.80%	87.72%	88.61%	89.54%	资本公积	66742.00	66742.00	66742.00	66742.00
流动比率	0.16	0.15	0.15	0.15	盈余公积金	4835.00	5623.64	6540.91	7607.81
<b>每股指标</b>					未分配利润	38772.00	39844.89	40947.47	42080.56
每股收益	1.33	1.53	1.92	2.22	其它	12353.00	13015.00	13667.00	13011.67
每股净资产	14.87	15.18	15.51	15.72	<b>归属母公司股东权益合计</b>	131764.00	134287.53	136959.38	138504.03
每股经营现金	6.97	—	—	—	<b>少数股东权益</b>	2999.00	3251.35	3569.90	3938.38
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>股东权益合计</b>	134763.00	137538.88	140529.28	142442.41

数据来源：Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn