



中国太保 (601601):
新业务价值大幅提升，投资收益进一步提升盈利能力

推荐(首次)

非银金融

当前股价：40.07元

报告日期：2018年3月8日

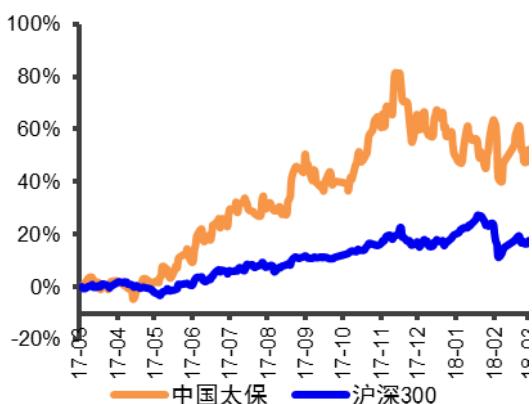
主要财务指标（单位：百万元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	267014	300112	336714	378808
(+/-)	8.01%	12.40%	12.20%	12.50%
归属母公司净利润	12042	15699	20880	27766
(+/-)	-32.07%	30.37%	33.00%	32.98%
EPS (元)	1.33	1.73	2.30	3.06
市盈率	30.15	23.13	17.39	13.08

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（亿股）	90.62/62.87
流通市值（亿元）	2453.07
每股净资产（元）	14.98
资产负债率（%）	88.13

股价表现（最近一年）



资料来源：Wind, 华鑫证券研发部

分析师：潘永乐

执业证书编号：S1050517100001

联系电话：021-54967705

邮箱：panyl@cfsc.com.cn

投资要点：

◆新业务价值大幅提升推动公司高速增长，代理人规模快速增长。自公司2011年实施“聚焦营销、聚焦期交”策略、2012年推动“以客户需求为导向”的战略转型以来，太保寿险业务收入、新保业务收入以及新业务价值均出现快速增长。2017H1太保寿险新业务价值为197.46亿元，已经超过2016年全年水平。近三个报告期以来，太保寿险新业务价值同比增速分别为55.86%/58.38%/75.30%，呈现持续快速增长，2011-2016年CAGR达到23.2%。2017H1太保寿险新业务价值率已经从2011年的13.6%提升至40.6%。自2011年转型以来，2011-2016公司月均总人力规模CAGR达到18.1%，2017Q3太保寿险月均人力达到88万人，同比大幅增长41.2%。2011-2016年公司月人均新增保费收入CAGR达9.7%，2017Q3太保寿险月人均新增保费达到6075元，较2016年底再度增长了19.49%。

◆产险业务保持稳健，综合成本率持续优化。由于目前的产险业务以车险为主（2017H1占比高达75.91%），受制于车险行业激烈的竞争格局，太保产险收入同比近年来显著放缓但在2017年出现回升，2014/2015/2016/2017H1产险营收同比增速分别为13.8%/1.71%/1.67%/6.62%。在2014年以后，太保产险通过加大成本管控，一方面加强承保时的风险控制，另一方面加强理赔管理、完善费用控制，自2014年以后综合成本率逐年缓慢下降，2014/2015/2016/2017H1太保产险综合费用率分别为103.80%/99.80%/99.20%/98.7%。

◆资产管理业务稳健发展，投资收益率表现良好。截至2017H1，太保资产管理业务管理资产达13392.19亿元，较上年末增长8.4%，其中投资资产10313.09亿元，较上年末增长9.5%；第三方管理资产3079.10亿元，较上年末增长4.9%。2017H1太保投资业务实现年化净投资收益率5.1%，年化总投资收益率4.7%，年化净值增长率4.5%。至最新报告期2017Q3，太保投资资产已达10750.11亿元，较上年末增长14.1%。

盈利预测：

基于公司寿险业务新业务价值快速增长、产险业务综合成本率持续下降以及稳健的资产管理业务的前提假设，我们预计2017、2018、2019年公司EPS分别为1.73、2.30、3.06元，



首次给予其“推荐”的投资评级，基于太保 2018 年理论估值 5057.71 亿元的测算，给予其 18 年目标价 55.81 元。

风险提示：

- (1) 寿险新业务价值增速不及预期；
- (2) 寿险代理人规模增速及月人均新增保费下降；
- (3) 产险综合成本率上升；
- (4) 产险营收同比下降；
- (5) 资产管理投资收益率下滑等。



目 录

1 公司基本情况	5
2 寿险业务快速发展，新业务价值大幅提升	7
2.1 新业务价值大幅提升推动公司高速增长	7
2.2 代理人规模快速扩大是新业务价值大幅提升的主要因素	10
2.3 产品回归保障本源，业务品质持续改善	12
2.4 深化客户经营，重点客户加保率持续提升	14
3 产险业务保持稳健，综合成本率持续优化	15
3.1 太保产险营收保持稳健，非车险占比显著上升	15
3.2 综合费用率缓慢下降，产险盈利能力逐渐恢复	16
4 资产管理业务稳健发展，投资收益率表现良好	17
5 公司盈利预测与估值	19
5.1 寿险业务估值	19
5.2 产险业务估值	19
5.3 总体估值情况	19
6 风险提示	20
7 预测财务报表	21
7.1 寿险业务盈利预测	21
7.2 产险业务盈利预测	21
7.3 合并预测利润表	22



图表目录

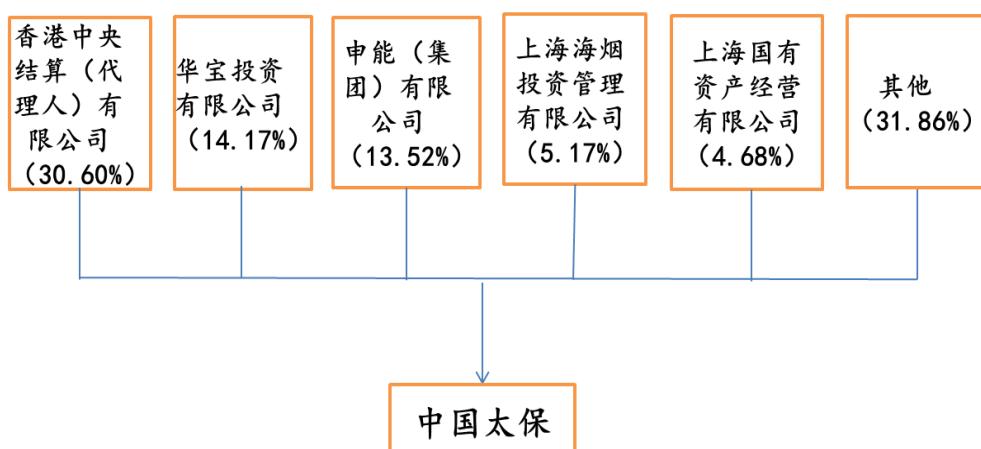
图表 1: 中国太保主要股权结构	5
图表 2: 中国太保下属主要子公司	5
图表 3: 中国太保营收变化情况	6
图表 4: 中国太保归母净利润变化情况	6
图表 5: 中国太保营收占比情况	6
图表 6: 中国太保投资收益率变化情况	6
图表 7: 寿险公司价值构成	7
图表 8: 寿险企业新业务价值驱动因素分解	7
图表 9: 太保寿险新业务价值逐年变化情况 (单位: 亿元)	8
图表 10: 寿险公司内含价值增长的基本路径	8
图表 11: 太保寿险主要由新业务价值创造带动内含价值增长 (单位: 百万元)	9
图表 12: 太保寿险新业务贡献带动有效业务价值增长超出同业 (单位: 百万元)	9
图表 13: 太保寿险新业务价值变动 (单位: 百万元)	10
图表 14: 太保寿险新业务价值率变动	10
图表 15: 太保寿险代理人规模及月人均新增保费变化情况 (单位: 万人、元)	11
图表 16: 2017Q3 太保寿险代理人规模及效率变化情况 (单位: 人)	11
图表 17: 近年来太保寿险新保业务收入及代理人渠道占比变化情况	12
图表 18: 近年来太保寿险营业收入中代理人渠道占比变化情况 (单位: 百万元)	12
图表 19: 太保寿险长期储蓄型新业务与长期保障型新业务收入变化情况 (单位: 亿元)	13
图表 20: 近年来太保寿险长期保障性产品新保保费收入及其占比变化 (单位: 亿元)	13
图表 21: 近年来太保寿险 13 个月保单继续率及退保率变化情况	14
图表 22: 近年来太保寿险长险客户加保率及客均新业务价值持续提升 (单位: 元)	14
图表 23: 太保产险营收及同比变化 (单位: 亿元)	15
图表 24: 太保产险近年来业务结构变化情况	15
图表 25: 太保产险综合成本率及其分类占比变化情况	16
图表 26: 太保产险赔付率和费用率变化情况	16
图表 27: 近年太保产险各险种综合成本率变化情况	17
图表 28: 太保投资资产总规模变化情况 (单位: 亿元)	17
图表 29: 近年来太保投资结构变化情况	18
图表 30: 近年来太保总投资收益率与净投资收益率变化情况	18
图表 31: 四大保险公司近年来 PEV 变化情况	19



1 公司基本情况

中国太平洋保险（集团）股份有限公司是在 1991 年 5 月 13 日成立的中国太平洋保险公司的基础上组建而成的保险集团公司，总部设在上海，公司专注保险主业，围绕保险产业链条不断丰富经营范围，目前已经实现了寿险、产险、养老险、健康险、农险和资产管理的全保险牌照布局。在公司各项业务中，寿险业务追求高质量的新业务价值增长、产险业务坚持承保盈利、资产管理业务实现投资收益持续超越负债成本。

图表 1：中国太保主要股权结构



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 2：中国太保下属主要子公司



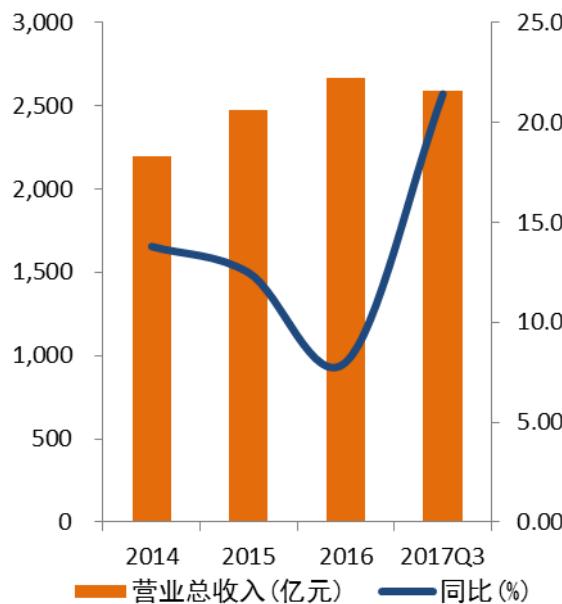
资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

公司主要通过太保寿险为客户提供人身保险产品和服务；通过太保产险、安信农险为客户提供财产保险产品和服务；通过太保安联健康险为客户提供专业的健康险产品及健康管理服务；通过太保资产管理开展保险资金运用以及第三方资产管理业务；通过长江养老从事养



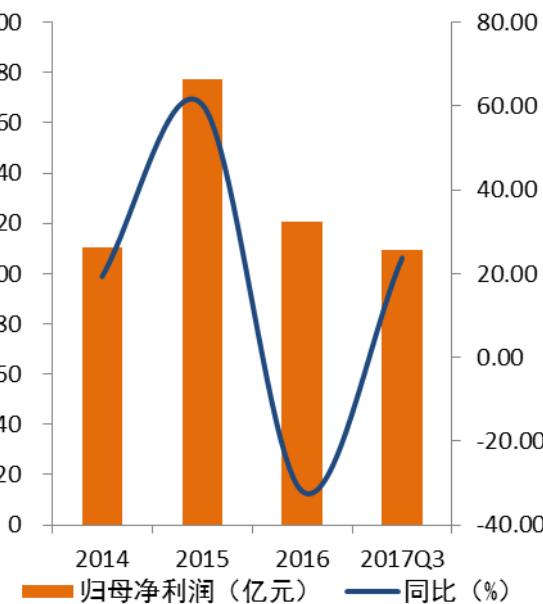
老金业务及相关资产管理业务。截至 2017Q3 公司实现营收 2589.57 亿元，同比增长 21.42%；实现归母净利润 109.26 亿元，同比增长 23.75%。截至 2017Q3 公司寿险业务实现营收 1549.91 亿元，同比增长 32.1%；其中代理人渠道实现业务收入 1363.93 亿元，同比增长 38.1%；新保收入 467.9 亿元，同比增长 38.8%。截至 2017Q3 公司财产险业务实现营收 783.72 亿元，同比增长 9.4%；其中车险业务收入 593.07 亿元，同比增长 7.2%；非车险业务收入 190.65 亿元，同比增长 16.8%。

图表 3：中国太保营收变化情况



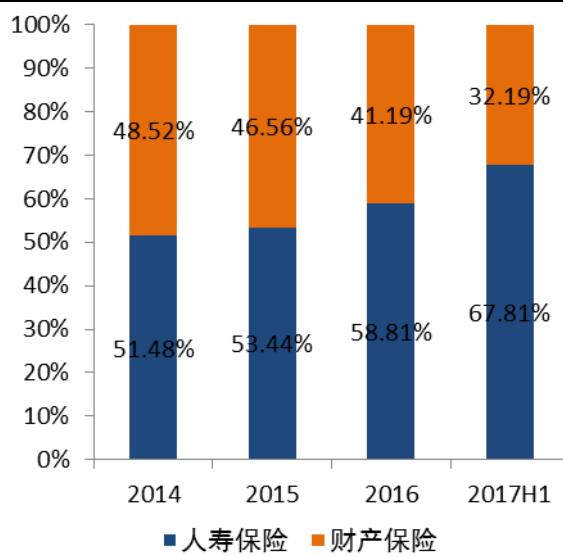
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 4：中国太保归母净利润变化情况



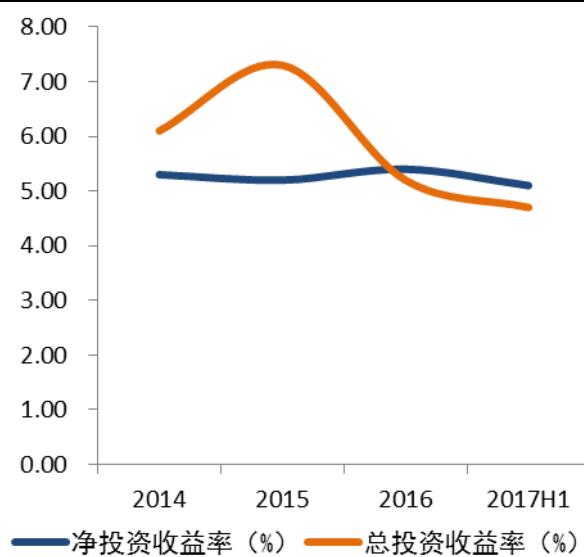
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 5：中国太保营收占比情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 6：中国太保投资收益率变化情况



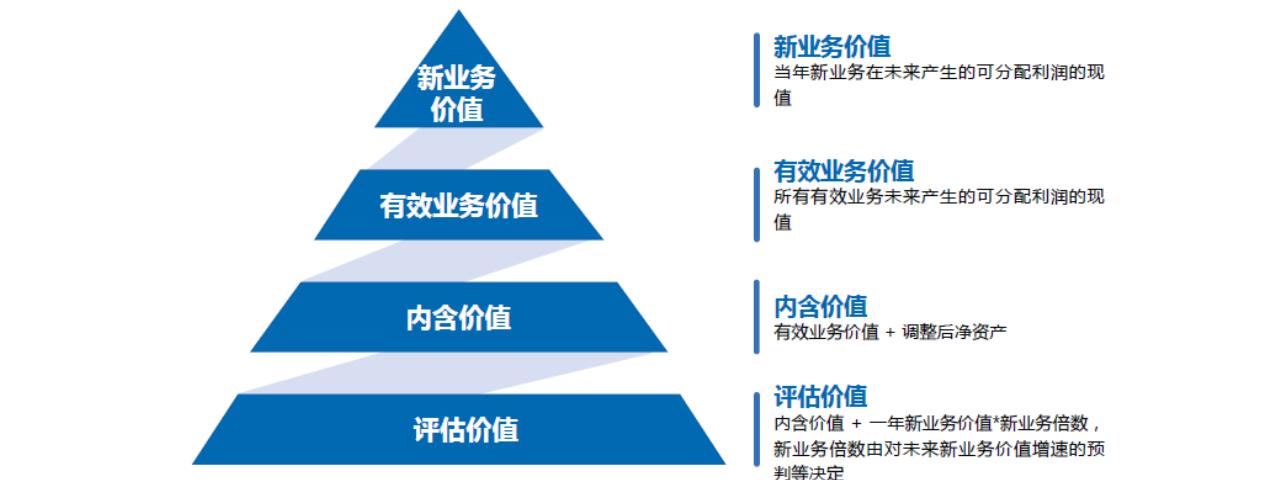
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部



2 寿险业务快速发展，新业务价值大幅提升

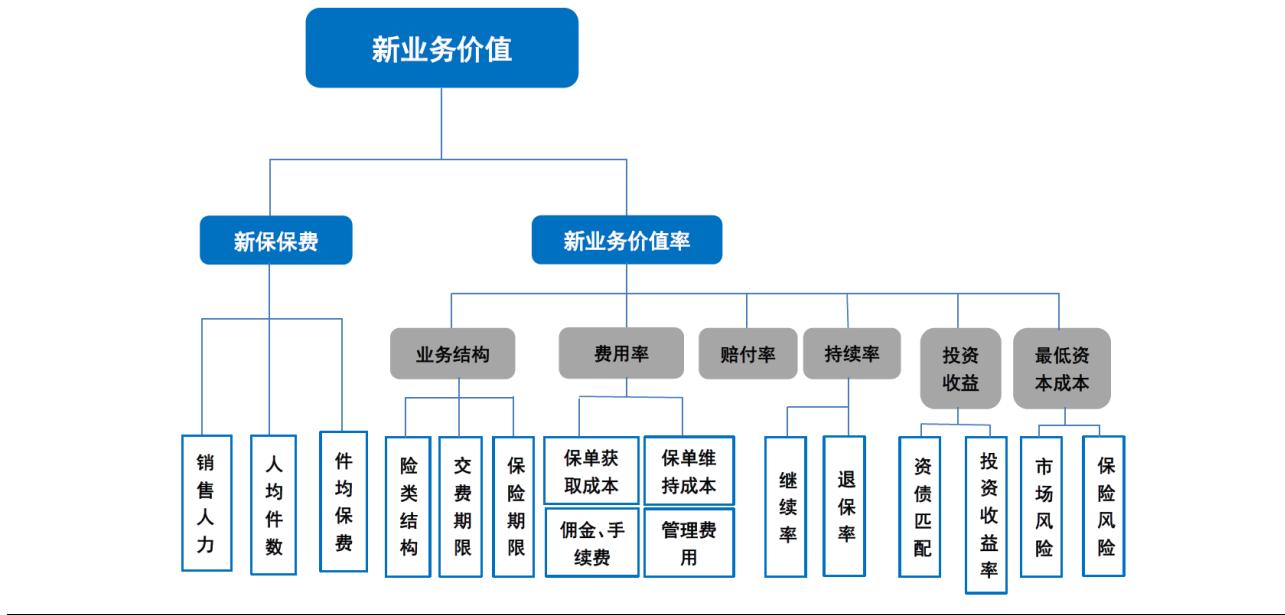
自公司 2011 年实施“聚焦营销、聚焦期交”策略、2012 年推动“以客户需求为导向”的战略转型以来，太保寿险业务收入、新保业务收入以及新业务价值均出现快速增长。

图表 7：寿险公司价值构成



资料来源：中国太保官网，华鑫证券研发部

图表 8：寿险企业新业务价值驱动因素分解



资料来源：中国太保官网，华鑫证券研发部

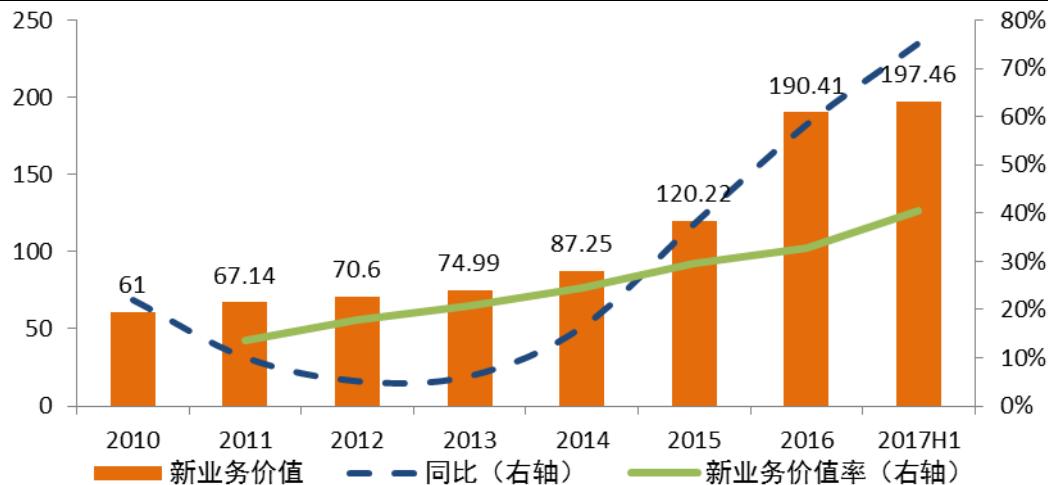
2.1 新业务价值大幅提升推动公司高速增长

基于寿险公司的估值模型“评估价值=新业务价值+内含价值”来看，太保寿险近年来新业务价值呈现快速增长态势，进而推动内含价值以及最终的评估价值高速增长。2017H1 太保寿险新业务价值为 197.46 亿元，已经超过 2016 年全年水平。近三个报告期以来，太保寿险



新业务价值同比增速分别为 55.86%/58.38%/75.30%，呈现持续快速增长，2011-2016 年 CAGR 达到 23.2%。2017H1 太保寿险新业务价值率已经从 2011 年的 13.6% 提升至 40.6%。

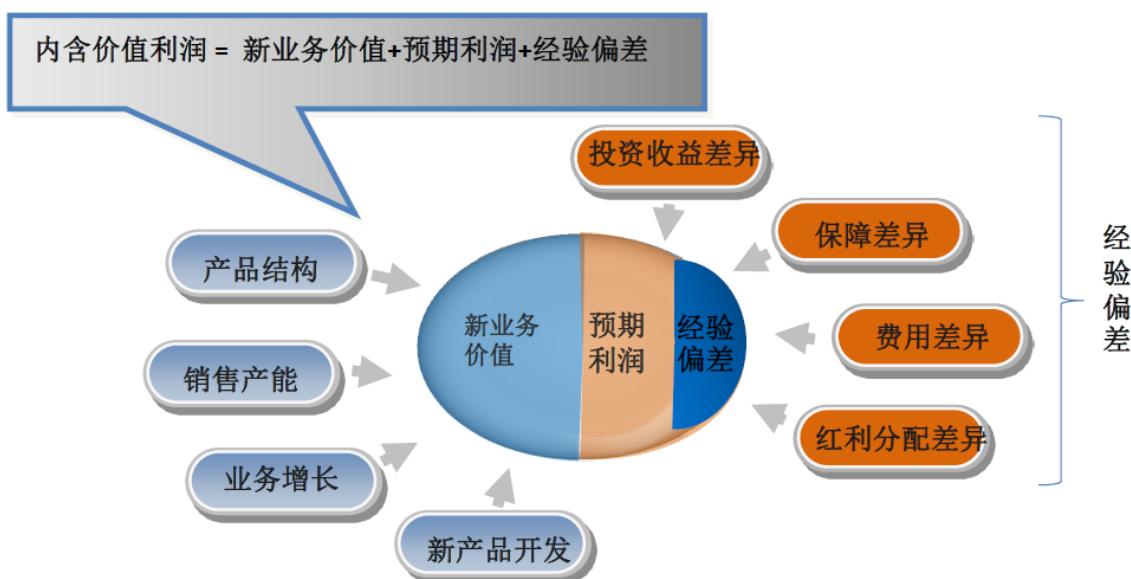
图表 9：太保寿险新业务价值逐年变化情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

对于一个寿险公司而言，其内含价值的变动主要由新业务价值创造、预期利润回报以及经验偏差三个部分组成。从 2017H1 太保寿险的内含价值增长结构来看，由内含价值预期回报带来的增长为 83.08 亿元，而由新业务价值创造带来的内含价值增长为 235.81 亿元，由营运贡献、投资回报差异以及股东分红差异带来的经验偏差分别为 7.2/-17.77/-126.3 亿元。我们认为，新业务价值高速增长是拉动太保寿险的内含价值增长的核心因素。

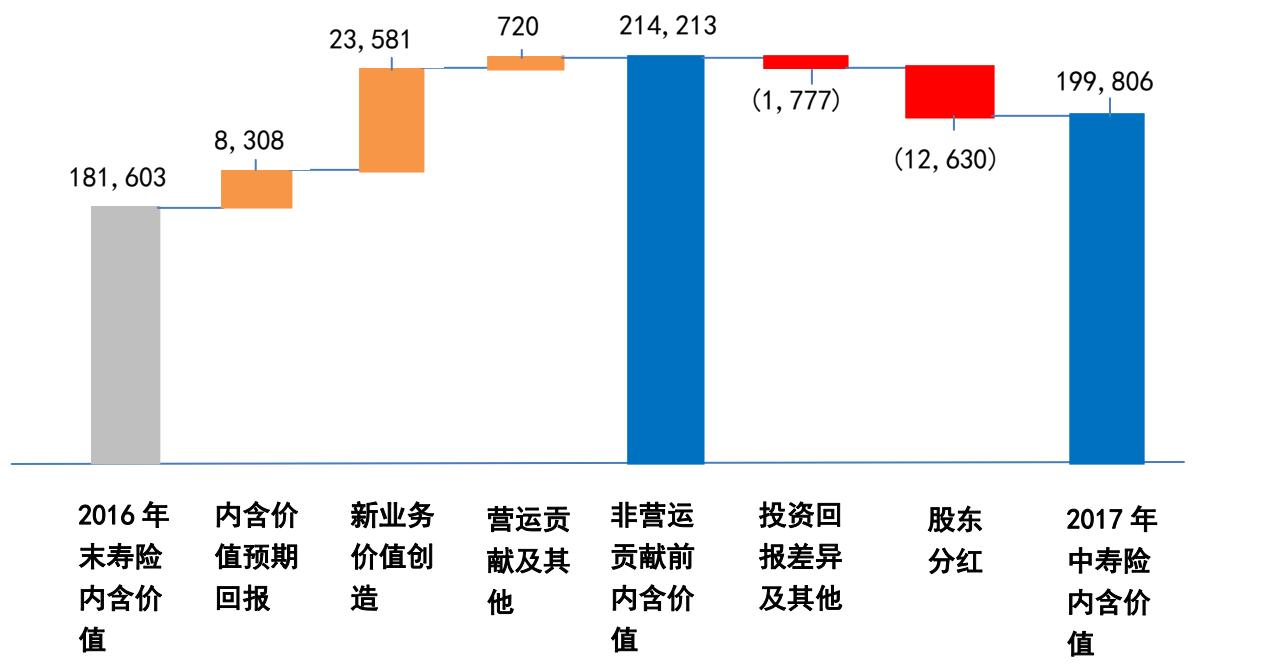
图表 10：寿险公司内含价值增长的基本路径



资料来源：中国太保官网，华鑫证券研发部



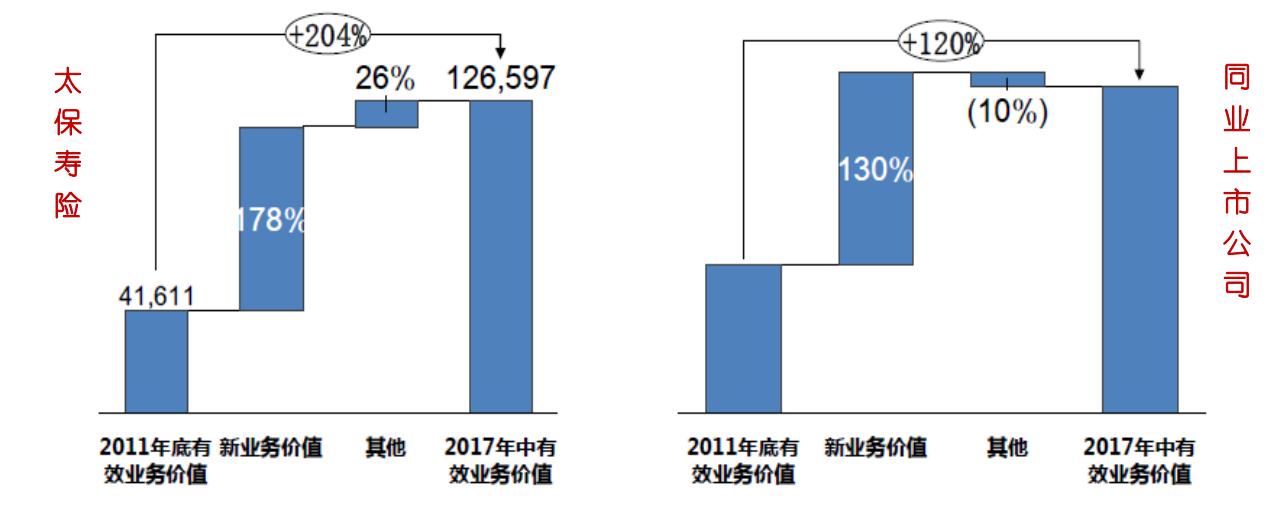
图表 11：太保寿险主要由新业务价值创造带动内含价值增长（单位：百万元）



资料来源：中国太保官网，华鑫证券研发部

在与同业主要保险公司的比较中，太保寿险新业务价值贡献对于有效业务价值的拉动也显著超出同业水平。在太保寿险开始转型的 2011 年底至 2017 年中这段区间内，太保寿险有效业务价值同比增长了 204%，其中新业务价值贡献的增长为 178%；而同业的有效业务价值同比增长了 120%，其中新业务价值贡献的增长为 130%。

图表 12：太保寿险新业务贡献带动有效业务价值增长超出同业（单位：百万元）



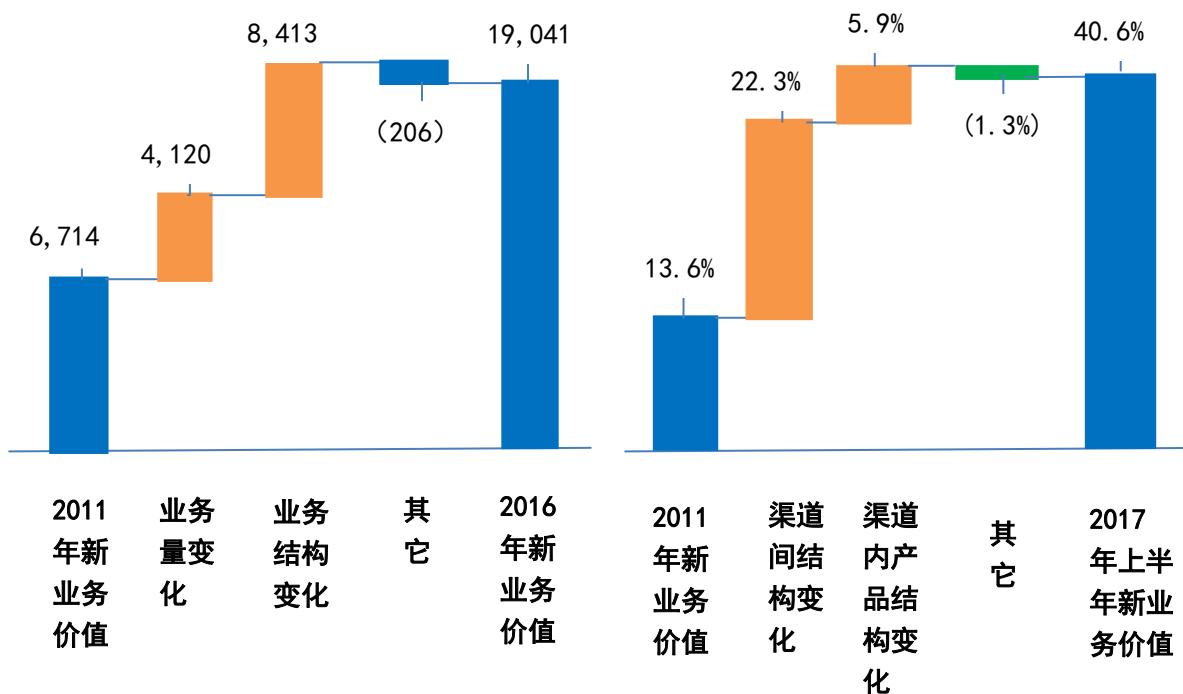
资料来源：中国太保官网，华鑫证券研发部

我们从太保寿险自 2011 年以来的新业务价值增长的结构来看，业务结构的变化占比最



大，达 84.13 亿元；而业务量上升所带来的新业务价值增长仅为 41.20 亿元，还不及业务结构变化带来的增量的一半。从太保寿险新业务价值率变化的角度而言，近年来太保寿险新业务价值率的提升更多来源于渠道间结构变化，提升比例达 22.30%；而渠道内产品结构变化对新业务价值率提升的比例仅为 5.9%。

图表 13：太保寿险新业务价值变动（单位：百万元） 图表 14：太保寿险新业务价值率变动



资料来源：中国太保官网，华鑫证券研发部

资料来源：中国太保官网，华鑫证券研发部

2.2 代理人规模快速扩大是新业务价值大幅提升的主要因素

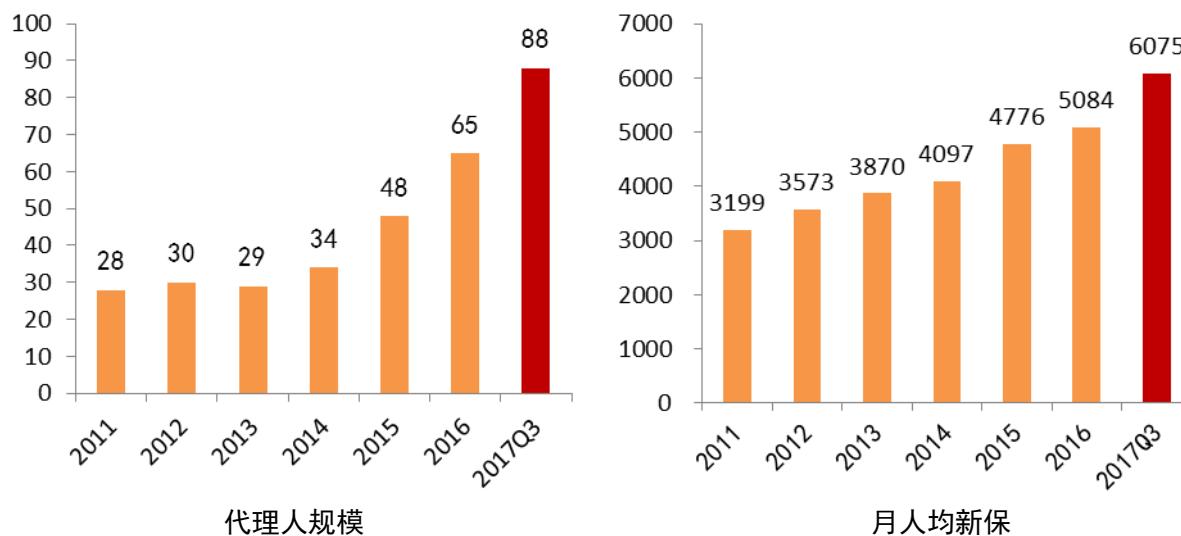
随着 2010 年银监发 90 号文及一系列监管文件的下发，银保渠道出现了大幅波动，曾经迅猛发展的银保渠道在业务品质、客户体验等方面的风险进一步暴露。太保寿险自 2011 年推动转型以来，主动放弃了规模达 409 亿的低价值银保业务，得到了规模达 800 亿的高质量个险业务。经过 7 年的转型，太保寿险的渠道结构调整成效显著：银保业务占比从 2010 年的 54.9% 下降至 2016 年的 5.3%，业务规模从 482 亿元下降至 73 亿元；个险业务占比从 2010 年的 40.2% 提升至 2016 年的 84.0%，业务规模从 353 亿元到突破至 1154 亿元。

太保寿险坚持人力和产能“双轮驱动”，坚持有效增员，提升新人质量，推动队伍结构改善，自 2011 年转型以来，2011-2016 公司月均总人力规模 CAGR 达到 18.1%，2017Q3 太保寿险月均人力达到 88 万人，同比大幅增长 41.2%。同时公司通过实施新基本法，通过“优增员、



稳晋升、促健康、抓经营、强保障”来强化考核牵引，2011–2016 年公司月人均新增保费收入 CAGR 达 9.7%，2017Q3 太保寿险月人均新增保费达到 6075 元，较 2016 年底再度增长了 19.49%。

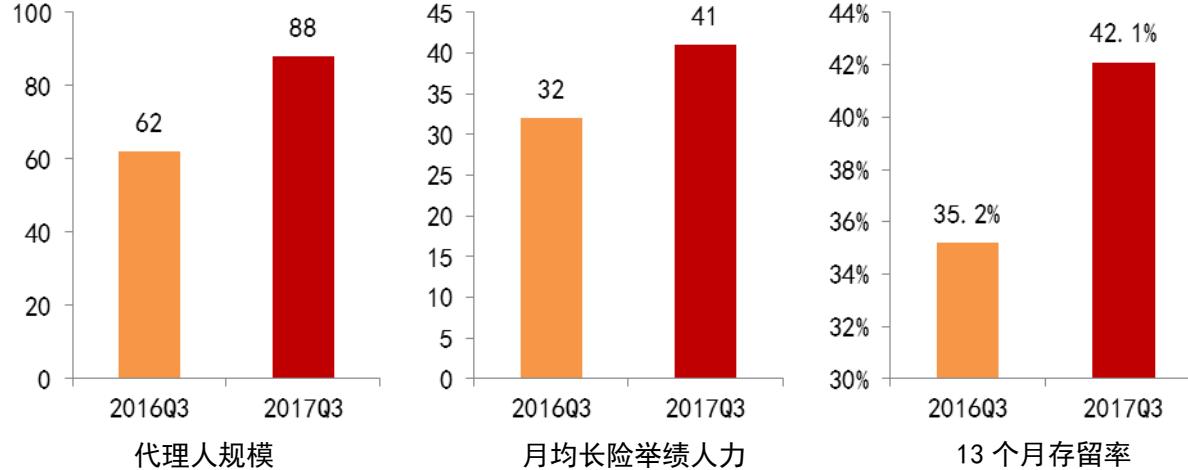
图表 15：太保寿险代理人规模及月人均新增保费变化情况（单位：万人、元）



资料来源：中国太保官网，华鑫证券研发部

通过进一步强化基础管理、推进主管自主经营、落实新人培训和主管轮训等措施，太保寿险 2017Q3 营销人员月均长险举绩人力达 41 万人，接近 50%；13 个月留存率达到 42.1%，同比提升了 6.9 个百分点。通过转型，太保寿险的月均长险举绩率由 2011 年的 34.4% 提升至 2016 年的 44.6%，截至 2017Q3 月均长险举绩率已经上升至 47.3%，较 2016 年底再度提升 2.3 个百分点；同时公司的健康人力规模由 2011 年的 6.7 万人上升至 2016 年的 20.2 万人，CAGR 达 24.7%，至 2017Q3 公司健康人力规模已达 29.9 万人，较 2016 年底再度大幅增长 48.01%。

图表 16：2017Q3 太保寿险代理人规模及效率变化情况（单位：人）

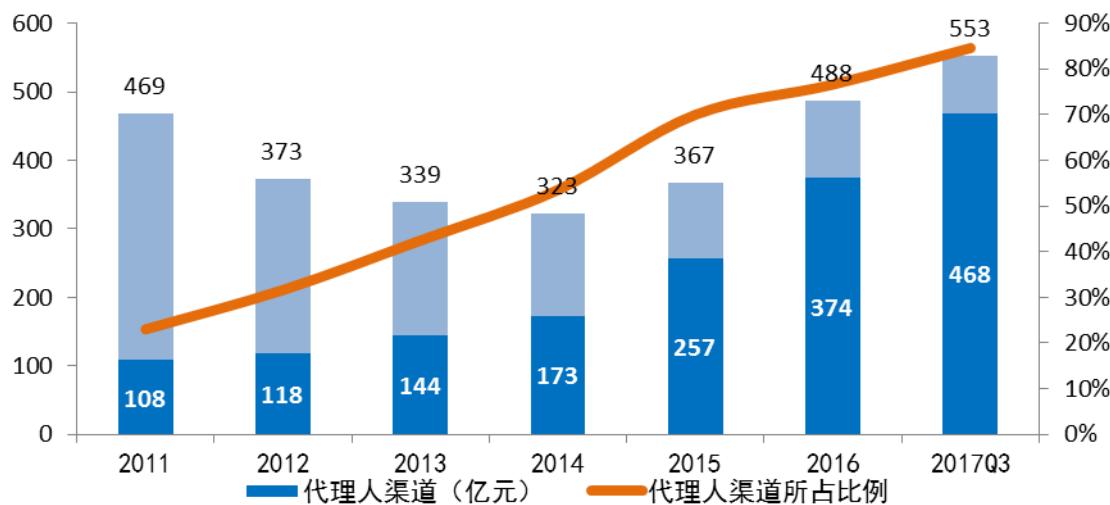




资料来源：中国太保官网，华鑫证券研发部

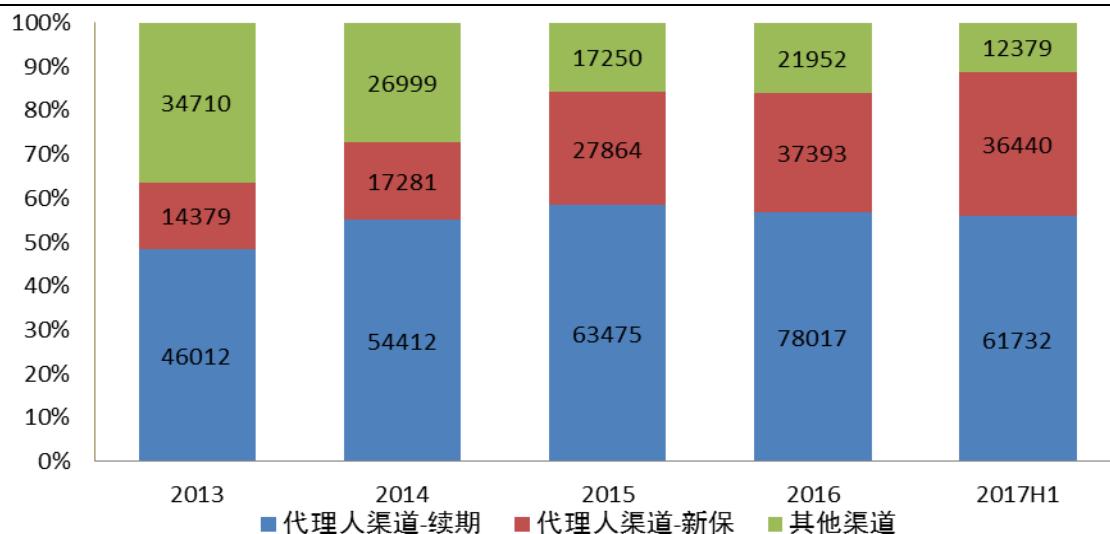
在代理人渠道的数量和质量显著提升影响下，受益于“聚焦营销、聚焦期交”的发展策略，太保寿险近年来代理人渠道新增保费收入快速增长，2011–2016年CAGR达28.2%；在新增保费收入中代理人渠道占比由23%提升至76.6%。

图表 17：近年来太保寿险新保业务收入及代理人渠道占比变化情况



资料来源：中国太保官网，华鑫证券研发部

图表 18：近年来太保寿险营业收入中代理人渠道占比变化情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

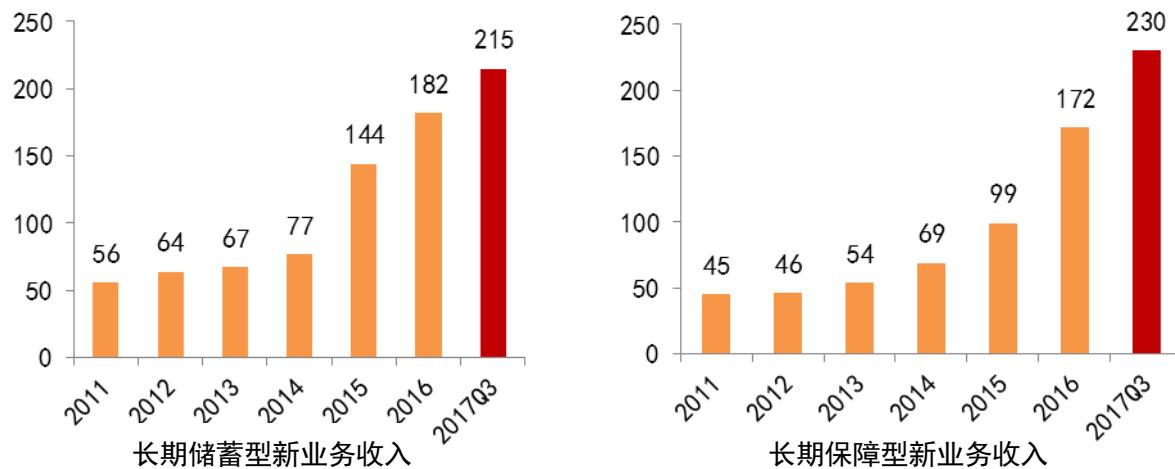
2.3 产品回归保障本源，业务品质持续改善

近年来太保寿险坚决去除低价值业务，大力发展价值高、可持续增长能力强的个险业务，成效显著。在大个险格局不断强化的背景下，公司洞见客户保障需求变化，持续推进产品创新，“金佑人生”、“安行宝”、“银发安康”、“爱无忧”、“少儿超能宝”等一系列风险保障型



产品受到客户广泛欢迎，客户经营成效不断显现。得益于此，2011-2016 年公司长期保障性产品新业务收入由 45 亿元上升至 172 亿元，CAGR 达 30.7%，超出长期储蓄型业务 4.3 个百分点；2017Q3 公司长期保障性产品新业务收入达 230 亿元，6 年来首次超出长期储蓄型业务 15 亿元，较 2016 年增长 33.72%。

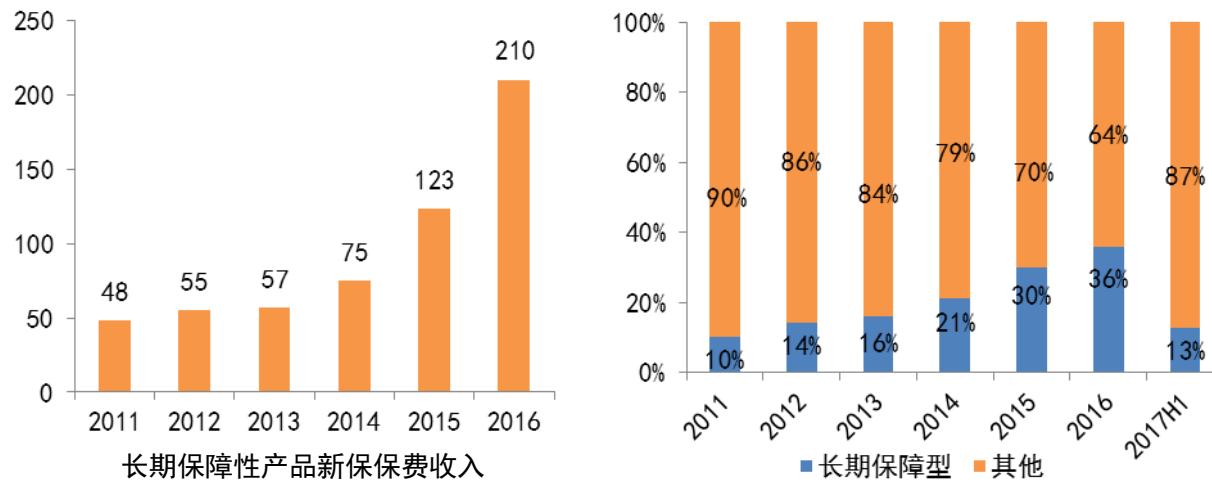
图表 19：太保寿险长期储蓄型新业务与长期保障型新业务收入变化情况（单位：亿元）



资料来源：中国太保官网，华鑫证券研发部

随着公司产品结构向保障性产品转型，长期保障型产品新保保费收入由 2011 年的 48 亿元增长到 2016 年的 210 亿元，CAGR 达到 35%；长期保障型产品新保保费收入占比也由 2011 年的 10% 提升至 2016 年的 36%。在产品结构向长期保障型产品转型的过程中，公司业务品质持续改善，2017H1 公司 13 个月保单继续率上升至 94.1%，持续 3 年上升，为近年来最高水平；公司寿险退保率下滑至 0.8%，持续 3 年下降，达到近年来最低水平；客均重疾险保额也由十年前的 3.8 万元提升至 12.2 万元。

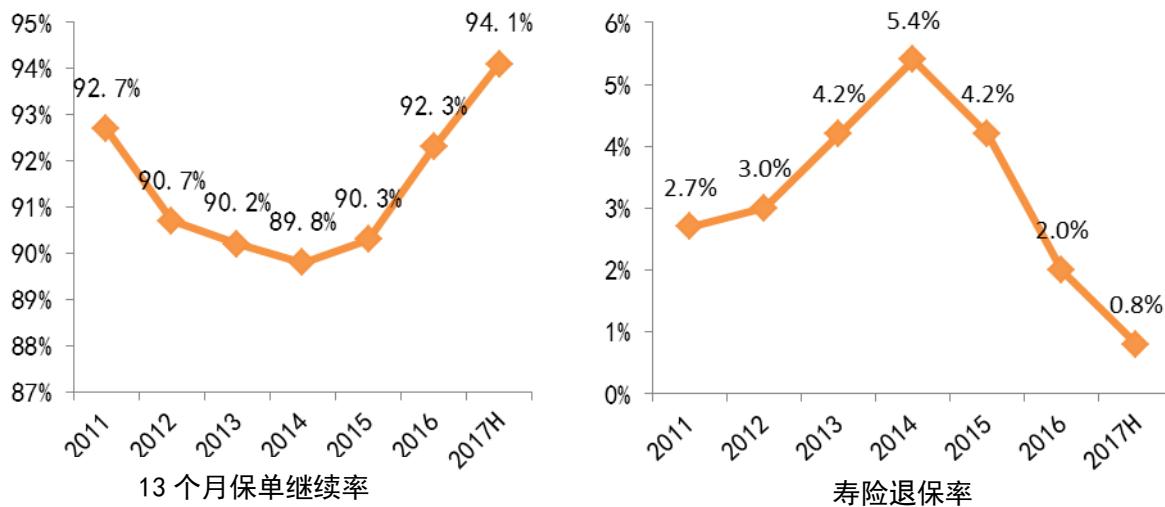
图表 20：近年来太保寿险长期保障性产品新保保费收入及其占比变化（单位：亿元）



资料来源：中国太保官网，华鑫证券研发部



图表 21：近年来太保寿险 13 个月保单继续率及退保率变化情况



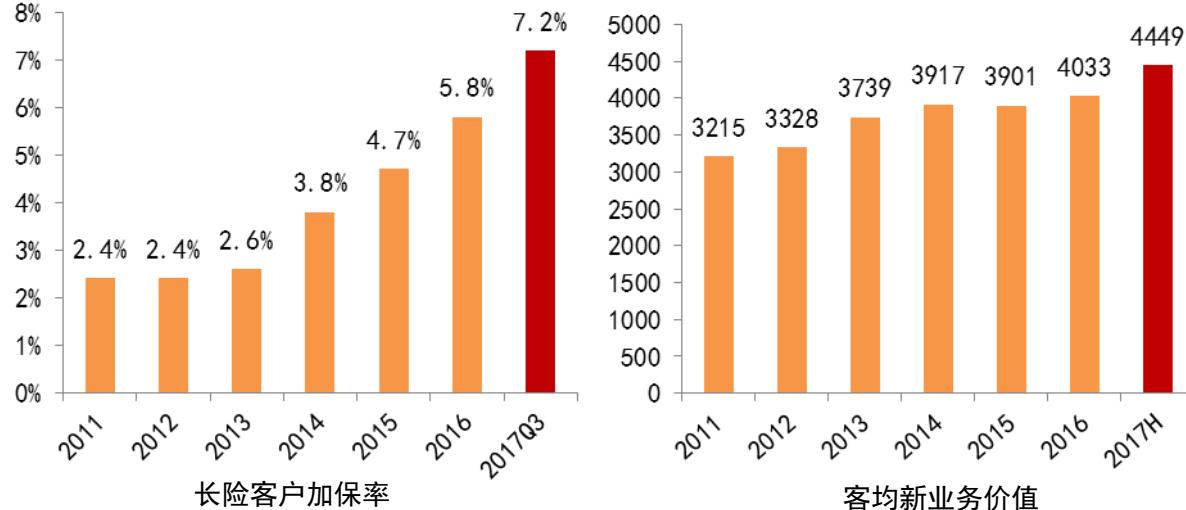
资料来源：中国太保官网，华鑫证券研发部

2.4 深化客户经营，重点客户加保率持续提升

太保寿险通过加强客户洞见，实施精准分客群经营，同时通过客制化产品创新推动客户经营模式升级，扩展保障种类，丰富保障内容，推出涵盖未成年人轻症的“少儿超能宝 2.0”、针对中高端客群的高额医疗保障产品“乐享百万”等，通过提升产品保障能力，帮助营销员获取新客户；同时实施精准销售，对重点客群加保能力持续提升。

在太保寿险深化客户经营的战略下，2011 年至 2016 年以来，太保寿险长险客户加保率由 2.4% 上升至 5.8%，至 2017Q3 已经上升至 7.2%；客均新业务价值由 3215 元上升至 4033 元，CAGR 达到 4.6%，至 2017H1 公司客均新业务价值已经上升至 4449 元，较 2016 年底增长 10.31%。

图表 22：近年来太保寿险长险客户加保率及客均新业务价值持续提升（单位：元）



资料来源：中国太保官网，华鑫证券研发部

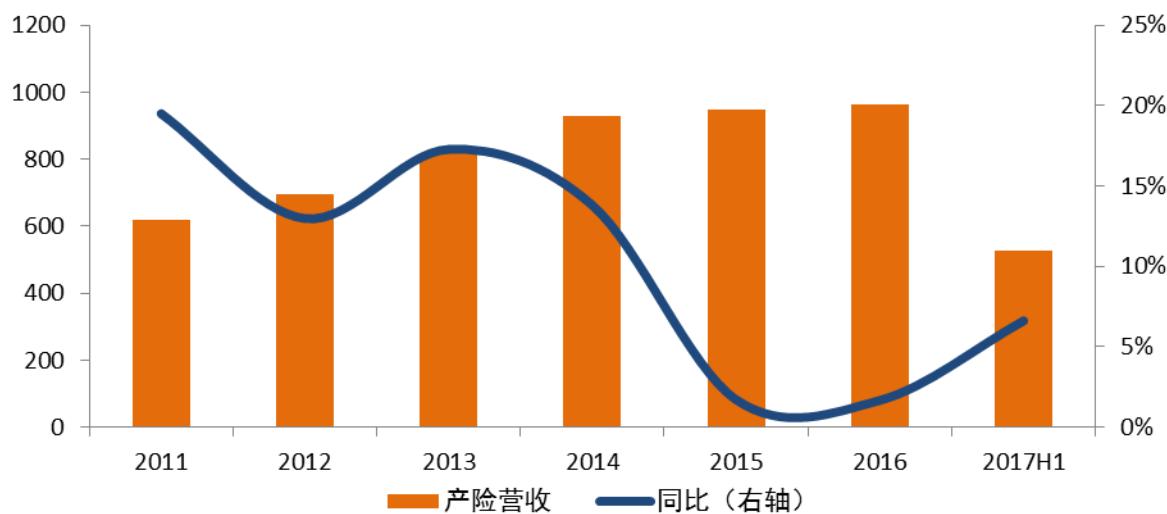


3 产险业务保持稳健，综合成本率持续优化

3.1 太保产险营收保持稳健，非车险占比显著上升

由于目前的产险业务以车险为主（2017H1 占比高达 75.91%），受制于车险行业激烈的竞争格局，太保产险收入同比近年来显著放缓但在 2017 年出现回升，2014/2015/2016/2017H1 产险营收同比增速分别为 13.8%/1.71%/1.67%/6.62%。

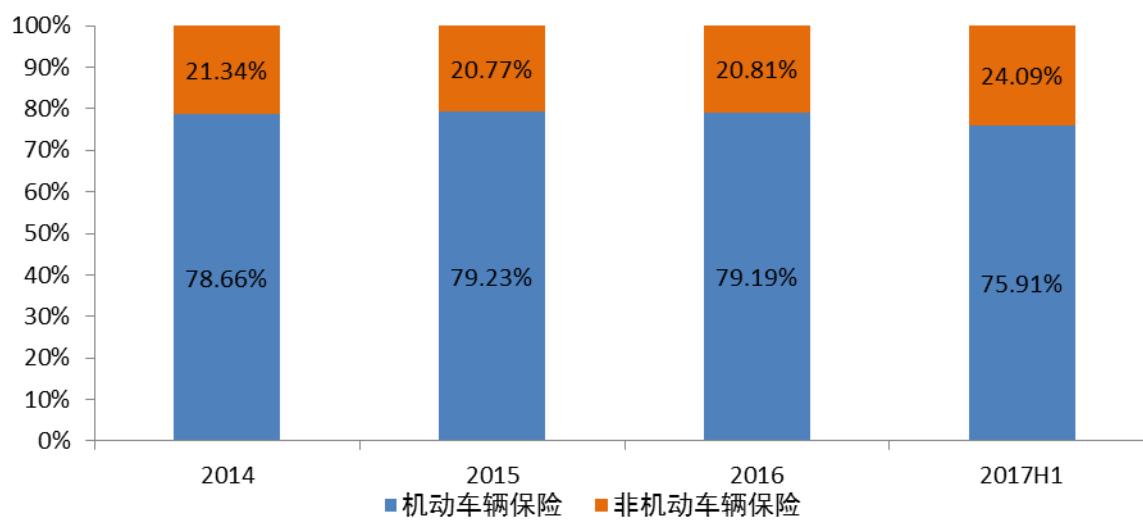
图表 23：太保产险营收及同比变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

车险业务一直以来都在太保产险中占比最大，但自 2017 年以来非车险业务占比显著上升，2017 年上半年太保产险中非车险业务占比提升了接近 3.28 个百分点，我们认为，这也是太保产险 2017 年营收同比增速回升的重要因素之一。

图表 24：太保产险近年来业务结构变化情况



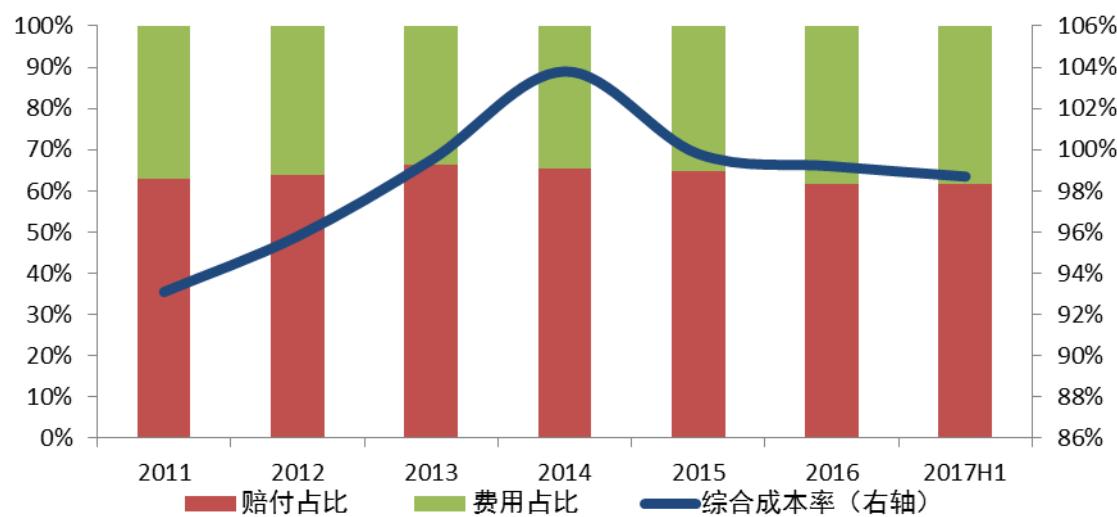
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部



3.2 综合费用率缓慢下降，产险盈利能力逐渐恢复

由于产险尤其是车险市场竞争激烈，太保产险在前期拓展业务中在 2011-2014 年出现了综合成本率持续上升的情况，其中在 2014 年综合成本率一度高达 103.80%，出现了承保亏损。在 2014 年以后，太保产险通过加大成本管控，一方面加强承保时的风险控制，另一方面加强理赔管理、完善费用控制，自 2014 年以后综合成本率逐年缓慢下降，2014/2015/2016/2017H1 太保产险综合费用率分别为 103.80%/99.80%/99.20%/98.7%。

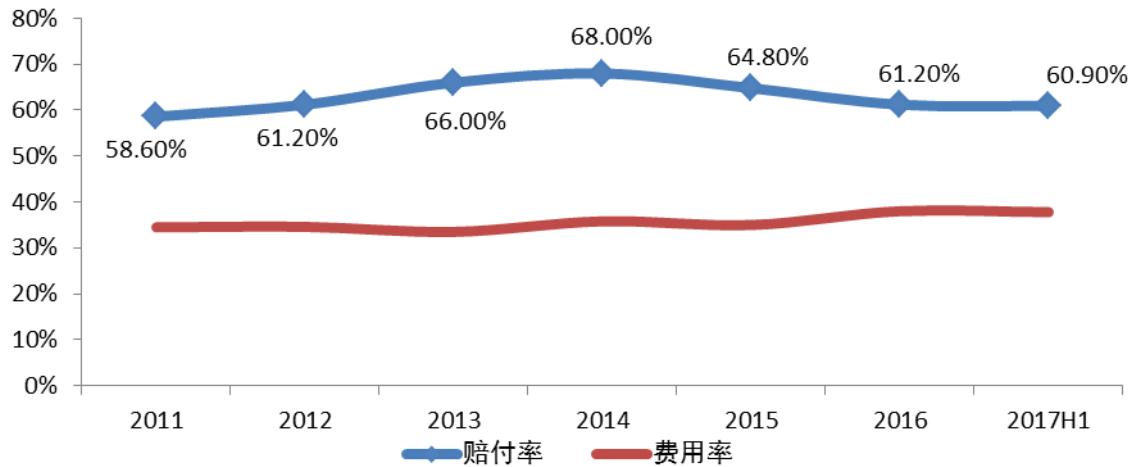
图表 25：太保产险综合成本率及其分类占比变化情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

赔付率下降引导综合成本率下行。其中，车险业务通过积极应对商业车险改革，强化风险选择，持续优化业务结构；坚持工具创新，进一步提升车险的集约化营运水平。非车险业务加大了品质管控力度，进一步剔除劣质业务，近三年首次实现了承保盈利。

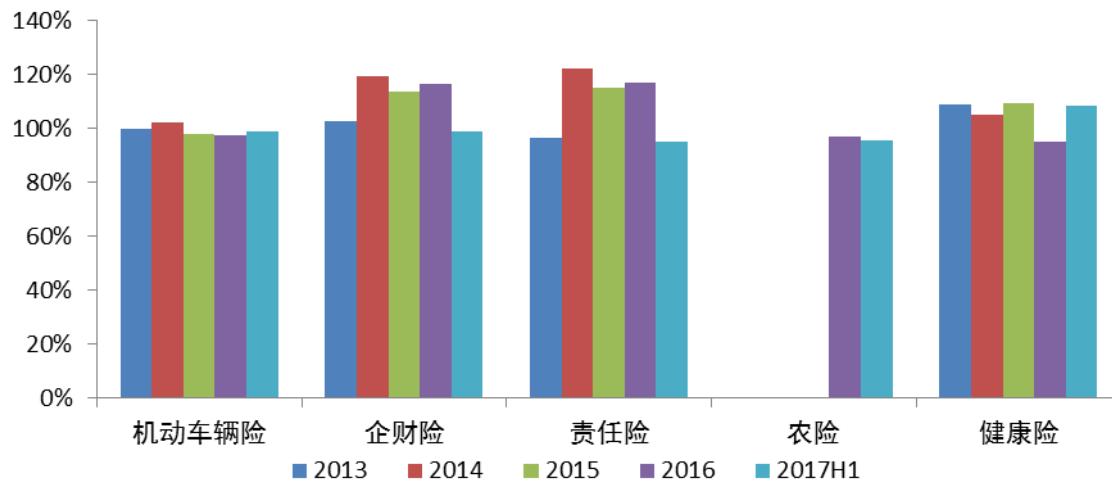
图表 26：太保产险赔付率和费用率变化情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部



图表 27：近年太保产险各险种综合成本率变化情况

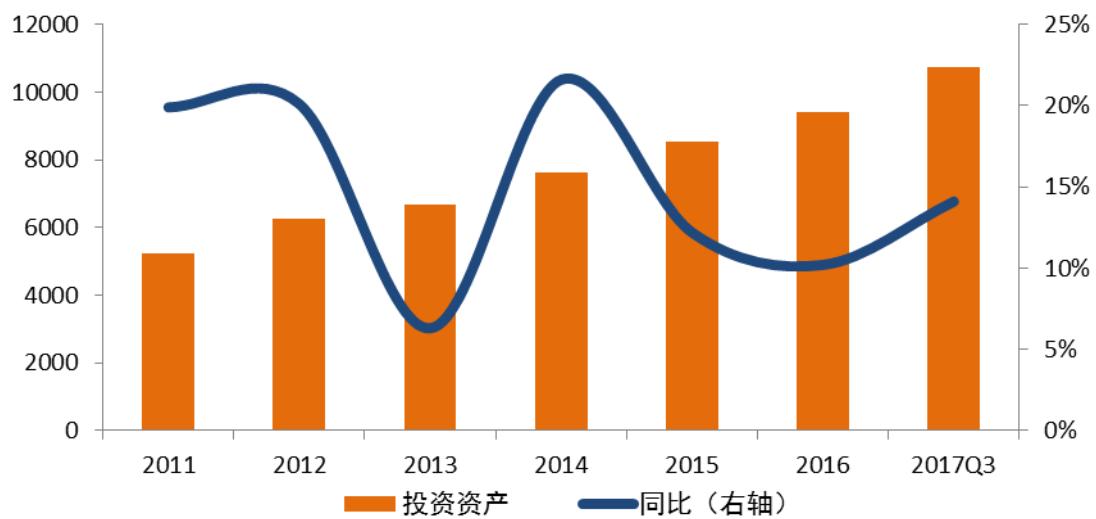


资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

4 资产管理业务稳健发展，投资收益率表现良好

截至 2017H1，太保资产管理业务管理资产达 13392.19 亿元，较上年末增长 8.4%，其中投资资产 10313.09 亿元，较上年末增长 9.5%；第三方管理资产 3079.10 亿元，较上年末增长 4.9%。2017H1 太保投资业务实现年化净投资收益率 5.1%，年化总投资收益率 4.7%，年化净值增长率 4.5%。至最新报告期 2017Q3，太保投资资产已达 10750.11 亿元，较上年末增长 14.1%。

图表 28：太保投资资产总规模变化情况（单位：亿元）



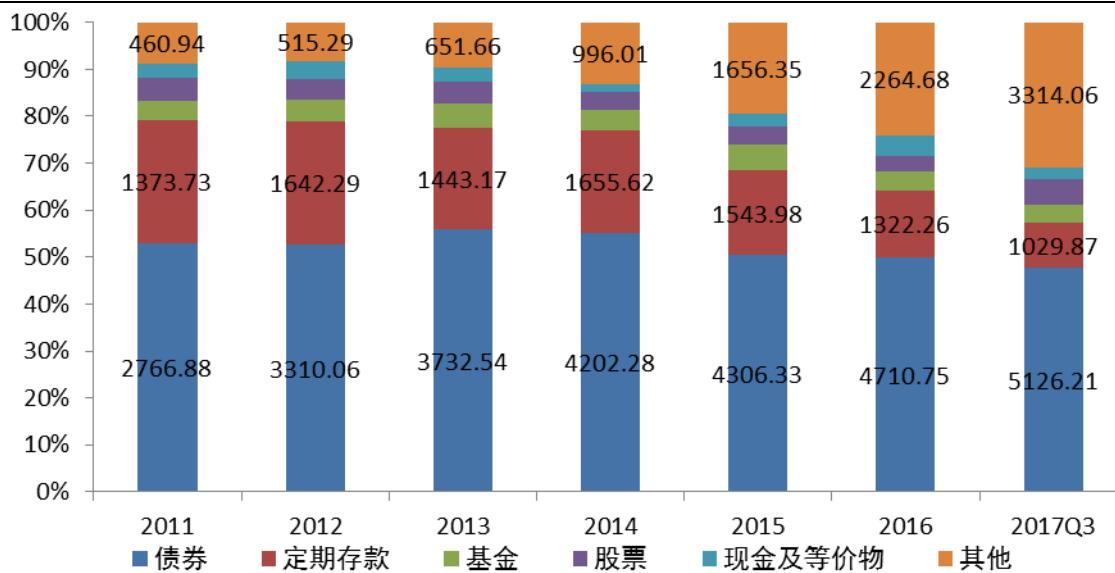
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

太保投资风格以稳健为主，2011–2014 年债券投资占比都在 50%以上，2015 年以来公司持续降低债券投资占比，但目前仍在接近 50%的水平；而基金和股票合计投资占比始终在 10%



左右。但近年来太保投资结构的显著变化是定期存款的占比显著下降，由 2011 年的接近 30% 下降到 2017Q3 的 10% 左右；而非标等其他投资占比显著上升，由 2011 年的不及 10% 上升至 2017Q3 的超过了 30%。

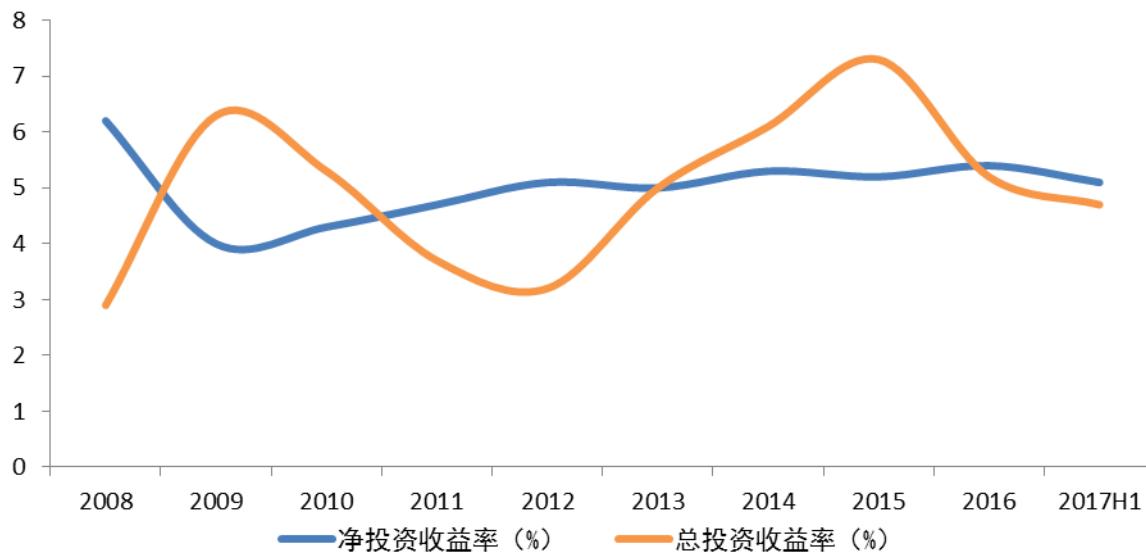
图表 29：近年来太保投资结构变化情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

具体的投资风格而言，太保债券投资的企业债及非政策性银行金融债中债项或其发行人评级 AA/A-1 级及以上占比达 99.8%，其中 AAA 级占比达 92.8%；在占比快速增长的非标资产中，具有外部信用评级的，AA+级及以上占比达 100%，其中 AAA 级占比达 95.0%。太保投资偏稳健的风格也使得其近年来投资收益率大多维持在 5% 以上。

图表 30：近年来太保总投资收益率与净投资收益率变化情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

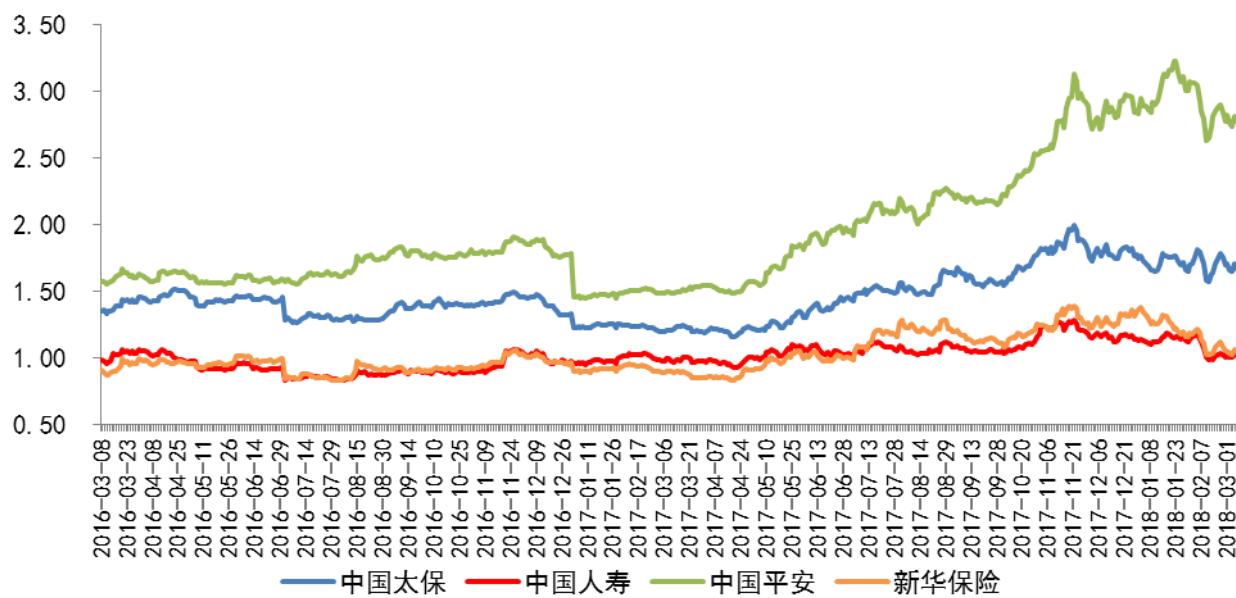
5 公司盈利预测与估值

估值方法选择：我们在考察中国太保的估值时，将其划分为 2 块，其一是寿险，采用 PEV 进行估值；其二是产险，采用 PE 进行估值。

5.1 寿险业务估值

我们以常用的 PEV 方法来给太保寿险进行估值。截至 2018 年 3 月 7 日，我们测算太保 PEV 为 1.664；人寿 PEV 为 1.017；平安 PEV 为 2.770；新华 PEV 为 1.050。2017H1 太保 EV 为 1998.06 亿元，同比增速 24.90%。我们假定 2017/2018 太保寿险 EV 增速分别为 25%/26%，由此测算出 2018 年太保寿险 EV 为 2860.25 亿元，以当前四大保险公司平均 PEV1.625 作为估值参照，给予太保寿险 2018 年估值 4647.91 亿元的估值。

图表 31：四大保险公司近年来 PEV 变化情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

5.2 产险业务估值

我们预测 2018 年太保产险净利润为 40.98 亿元，以 10 倍 PE 给予太保产险 409.8 亿元的估值。

5.3 总体估值情况

基于公司寿险业务新业务价值快速增长、产险业务综合成本率持续下降以及稳健的资产管理业务的前提假设，我们预计 2017、2018、2019 年公司 EPS 分别为 1.73、2.30、3.06 元，首次给予其“推荐”的投资评级，基于太保 2018 年理论估值 5057.71 亿元的测算，给予其 18 年目标价 55.81 元。



6 风险提示

- (1) 寿险新业务价值增速不及预期;
- (2) 寿险代理人规模增速及月人均新增保费下降;
- (3) 产险综合成本率上升;
- (4) 产险营收同比下降;
- (5) 资产管理投资收益率下滑等。

7 预测财务报表 (单位: 百万元)

7.1 寿险业务盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	151,876	177,560	203,654	233,786	268,918
已赚保费	106,594	135,267	152,852	175,779	202,146
保险业务收入	108,595	137,410	155,273	178,564	205,349
其中: 分保费收入					
减: 分出保费					
提取未到期责任准备金					
投资收益	44,019	41,222	47,405	54,516	62,694
其中: 对联营企业的投资收益/ (损失)					
公允价值变动收益	64	-734	1,400	1,000	1,100
汇兑损失	24	41	-120	-50	-70
其他业务收入	1,175	1,764	2,117	2,540	3,048
营业支出	-137,543	-166,393	-188,509	-211,465	-237,319
退保金	-25,217	-13,538	-15,162.56	-16,678.82	-18,346.70
赔款支出	-27,823	-32,163	-36,022.56	-39,624.82	-43,587.30
减: 摊回赔款支出	700	794	834	875	919
提取保险责任准备金	-46,972	-73,829	-84,903	-97,639	-112,285
减: 摊回保险责任准备金	909	1,517	1,820	2,184	2,621
其他支出	-39,140	-49,174	-55,075	-60,582	-66,641
营业利润	14,333	11,167	15,145	22,321	31,599
加: 营业外收入	56	69	150	90	100
减: 营业外支出	-23	-63	-40	-50	-50
利润总额	14,366	11,173	15,255	22,361	31,649
所得税	-3,840	-2,658	-3,629	-5,320	-7,529
净利润	10,526	8,515	11,626	17,041	24,120
减: 少数股东权益	179	145	198	290	411
所属公司股东净利润	10,347	8,370	11,428	16,751	23,709

资料来源: 公司公告, 华鑫证券研发部

7.2 产险业务盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	90,395	90,513	96,458	102,929	109,890
已赚保费	82,782	84,292	89,350	94,710	100,393
保险业务收入	94,615	96,195	101,967	108,085	114,570
其中: 分保费收入					
减: 分出保费					
提取未到期责任准备金					
投资收益	7,197	5,761	6,625	7,619	8,762
其中: 对联营企业的投资收益/ (损失)					
公允价值变动收益	-28	-24	-70	-75	-68
汇兑损失	98	106	100	130	150
其他业务收入	346	378	454	544	653
营业支出	-83,333	-84,317	-90,822	-97,465	-104,535
退保金					
赔款支出	-56,366	-59,129	-65,042	-71,546	-78,701
减: 摊回赔款支出	6,946	6,669	7,669	9,203	11,044
提取保险责任准备金	-4,384	712	748	785	824
减: 摊回保险责任准备金	242	166	174	183	192
其他支出	-29,771	-32,735	-34,372	-36,090	-37,895
营业利润	7,062	6,196	5,636	5,464	5,355
加: 营业外收入	86	51	100	80	90
减: 营业外支出	-38	-84	-40	-40	-40
利润总额	7,110	6,163	5,696	5,504	5,405
所得税	-1,718	-1,446	-1,336	-1,291	-1,268
净利润	5,392	4,717	4,359	4,212	4,137
减: 少数股东权益	92	80	74	71	70
所属公司股东净利润	5,300	4,637	4,286	4,141	4,067



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

7.3 合并预测利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	247,202	267,014	300,112	336,714	378,808
已赚保费	189,376	219,573	242,201	270,490	302,540
保险业务收入	203,305	234,018	257,240	286,649	319,919
其中：分保费收入	185	159	—	—	—
减：分出保费	-13,405	-13,649	—	—	—
提取未到期责任准备金	-524	-796	—	—	—
投资收益	55,552	45,630	54,030	62,135	71,455
其中：对联营企业的投资收益/（损失）	35	18	—	—	—
公允价值变动收益	52	-768	1,330	925	1,032
汇兑损失	109	117	-20	80	80
其他业务收入	2,113	2,462	2,570	3,084	3,701
营业支出	-223,022	-250,957	-279,332	-308,930	-341,854
退保金	-25,217	-13,538	-15,163	-16,679	-18,347
赔款支出	-84,183	-91,238	-101,064	-111,171	-122,288
减：摊回赔款支出	7,640	7,409	8,503	10,079	11,963
提取保险责任准备金	-52,167	-72,368	-84,156	-96,854	-111,460
减：摊回保险责任准备金	1,080	1,676	1,995	2,367	2,814
其他支出	-70,175	-82,898	-89,447	-96,673	-104,535
营业利润	24,180	16,057	20,780	27,784	36,954
加：营业外收入	187	167	250	170	190
减：营业外支出	-56	-154	-80	-90	-90
利润总额	24,311	16,070	20,950	27,864	37,054
所得税	-6,273	-3,801	-4,955	-6,591	-8,764
净利润	18,038	12,269	15,995	21,274	28,290
减：少数股东权益	310	227	296	394	523
所属公司股东净利润	17,728	12,042	15,699	20,880	27,766

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部



分析师简介

潘永乐：厦门大学金融硕士，八年证券研究经验，2017年9月加入华鑫证券研究发展部，主要研究和跟踪领域：电力设备新能源行业、非银金融行业。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>