

中国太保 (601601.SH): 2017 年年报点评

NBV 增速领跑，长期价值成长无忧

买入 (维持)

事件: 公司发布 2017 年年报, 实现归属于母公司股东净利润 146.62 亿元, 同比增长 21.6%, 对应 EPS 为 1.62 元/股; 期末归属于母公司股东净资产 1374.98 亿元, 较年初增长 4.4%, 对应 BVPS 为 15.17 元/股; 寿险及健康险新业务价值 267.23 亿元, 同比增长 40.3%; 期末内含价值 2861.69 亿元, 较年初增长 16.4%, 对应 EVPS 为 31.58 元/股; 拟每股分红 0.8 元 (含税)。

投资要点:

■ **NBV 增速 40.3% 领跑行业, 价值转型红利兑现后预计阶段性增长趋缓:** 公司全年 NBV 增速居行业之首, 新业务价值率攀升 6.5 个 pct. 至 39.4% 创新高, 主要得益于近年来坚定推行个险价值转型: 1) 产品结构角度, 长期保障型年化新单保费增长 34.5% 至 283.1 亿元; 2) 期限结构角度, 代理人渠道期缴新单保费增长 31.2% 至 470.83 亿元, 占比 95%。期末代理人增长 33.8% 至 87.4 万人, 大幅增员是新单保费增长的核心驱动力。期末内含价值增长 16.4%, 增速相对低于同业, 主要系寿险子公司提高分红 (分红 126.3 亿元) 及非寿险净资产增速较低。2018 年, 考虑同比高基数+监管新常态下理财型业务 (年金产品等) 全面承压, 预计 NBV 增速在历经峰值后将阶段性降速。

■ **净利润源于投资收益兑现及 2284 亿剩余边际释放, 2018 年预计加速:** 公司全年归母净利润增长 21.6%, 税前利润增速则达到 31.2%, 主要源于投资收益高增长+寿险剩余边际稳定摊销 (年末剩余边际余额增长 32.3% 至 2283.7 亿元, 长期保障型业务推动高增长)。投资端, 净投资收益率保持 5.4%、总投资收益率提升 20BP 至 5.4%, 其中权益资产分红高增长 28.9% 至 109.63 亿元, 推动整体净投资收益增长 14.7%, 同时公允价值变动损益大幅提升 22.11 亿元, 综合投资收益率在低基数基础上提高 80BP 至 4.8%, 源于权益市场回升。全年准备金补提削减税前利润 90.24 亿元, 同比 2016 年小幅降低 2.68 亿元, 考虑目前 750 日移动平均国债收益率已确立向上拐点, 预计 2018 年补提影响大概率出清, 若投资端保持稳定, 寿险净利润将高弹性增长。

■ **财产险质量优化颇具成效, 2018 年关注保费回暖+费改深化提升集中度:** 公司全年财产险保费增长 8.75% 至 1046 亿元, 其中车险增长 7.39% 至 818 亿元, 非车险增长 13.95%。考虑 2015 年以来公司严格管控业务质量、主动降速, 同时 2017 年综合成本率优化 50BP 至 98.7% (近五年来最优), 非车险综合成本率显著优化 10 个 pct. 至 99.6% (近四年来首次承保盈利), 我们认为公司财产险质量管控已取得明显成效, 保费增速回暖后预计将加速扩张, 财产险盈利贡献有望提升。行业层面, 随着车险费改深化 (三次费改启动) 及监管层严格管控费用率, 我们判断市场集中度将稳步提升, 行业龙头有能力保持综合成本率稳中向好, 人保、平安、太保等龙头公司最受益。

■ **投资建议:** 公司 2017 年 NBV 高增速领先行业, 2018 年关注寿险代理人质态提升驱动保障型业务增长、产险综合成本率稳定且保费回暖。我们预计公司 2018、2019 年 NBV 增速分别为 7.6%、13.7%, A 股目前估值约为 0.97 倍 2018PEV, 考虑估值大幅调整后安全边际充足, 且保险行业及公司长期成长前景无忧, 建议把握低位布局机会, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 1) 寿险新业务保费持续下滑; 2) 长端利率触顶后快速下行; 3) 车险费改深化加剧行业竞争; 4) 蓝筹股大幅回调影响投资收益。

2018 年 03 月 30 日

首席证券分析师 丁文韬

执业证书编号:

S0600515050001

dingwt@dwzq.com.cn

研究助理 马祥云

021-60199760

maxy@dwzq.com.cn

证券分析师 王维逸

执业证书编号:

S0600515050002

wangwy@dwzq.com.cn

证券分析师 胡翔

执业证书编号:

S0600516110001

hux@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	35.16
一年最低/最高价	24.98/49.12
市净率 (倍)	2.32
流通 A 股市值 (百万元)	221,040

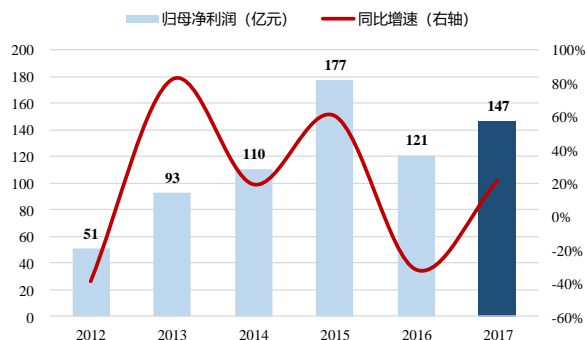
基础数据

每股净资产 (元)	15.17
资产负债率 (%)	87.95
总股本 (百万股)	9,062
流通 A 股 (百万股)	6,287

相关研究

- 1、中国太保: 2017 年三季度点评-业绩拐点确立, 价值转型步入收获期, 20171030
- 2、中国太保: 2017 年中报点评-NBV 增速创新高, 价值转型超预期, 20170829

图表 1: 2012~2017 年公司归母净利润及增速



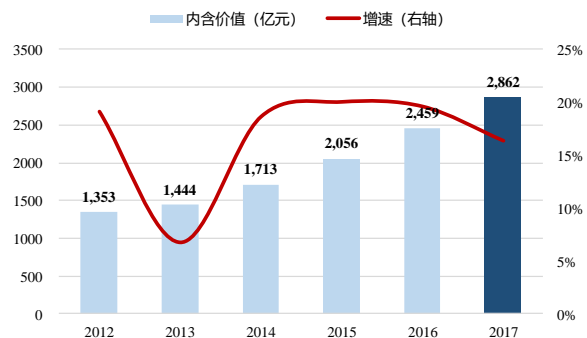
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 2: 2012~2017 年公司归母净资产及增速



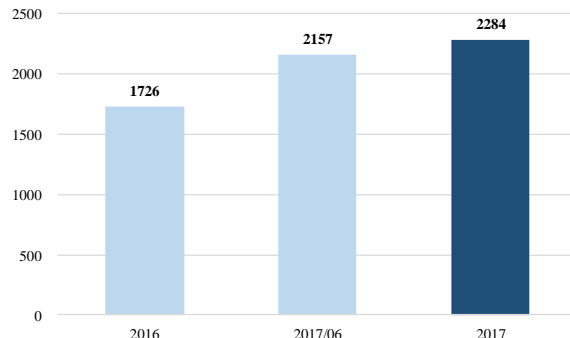
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 3: 2012~2017 年公司内含价值及增速



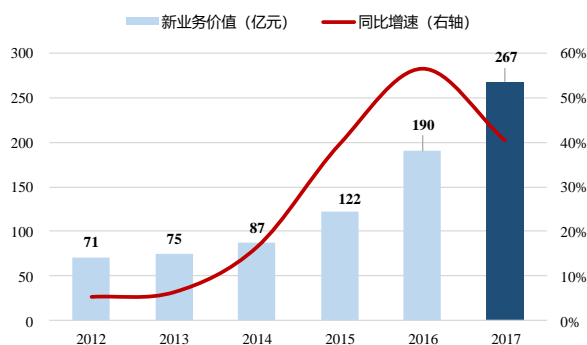
资料来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

图表 4: 2016~2017 年公司寿险剩余边际 (亿元)



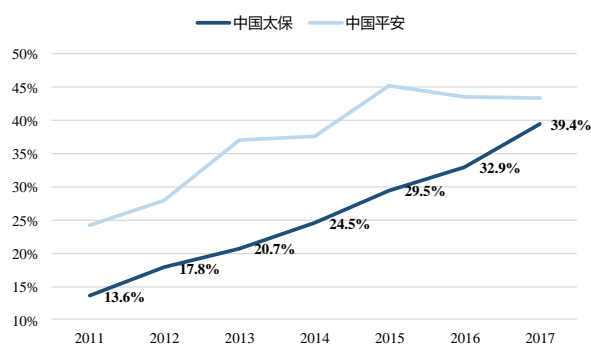
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 5: 2012~2017 年公司寿险新业务价值及增速



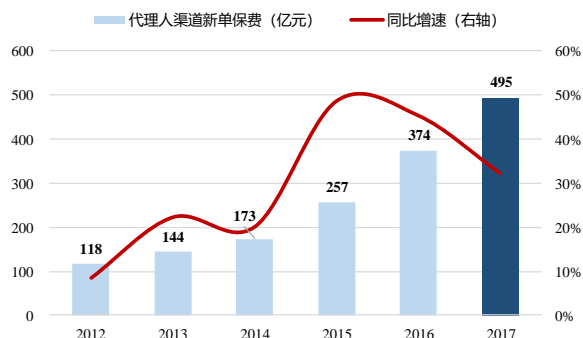
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 6: 2011~2017 年公司寿险新业务价值率



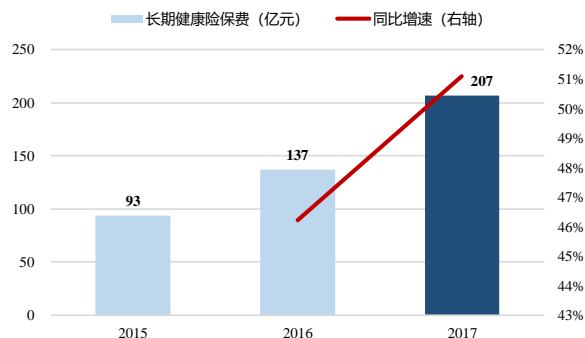
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 7: 2012~2017 年公司代理人渠道新单保费



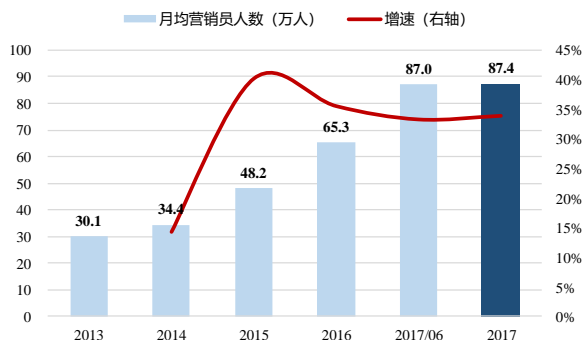
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 8: 2015~2017 年公司长期健康险保费及增速



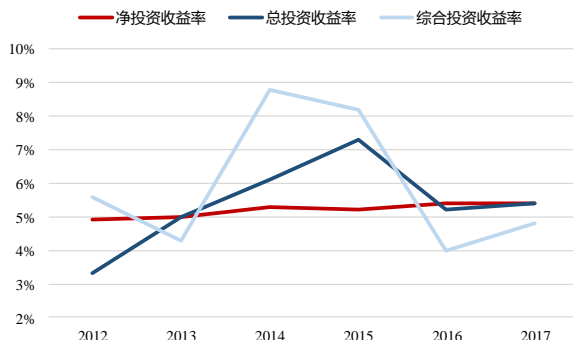
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 9: 2012~2017 年公司代理人数量及增速



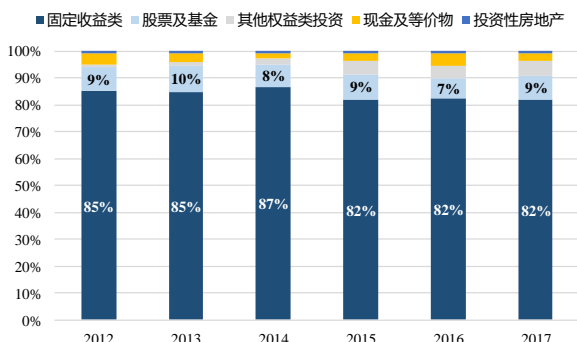
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 10: 2012~2017 年公司投资收益率



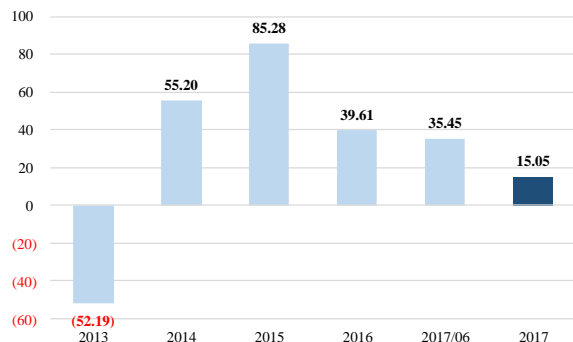
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 11: 2012~2017 年公司产险/车险保费及增速



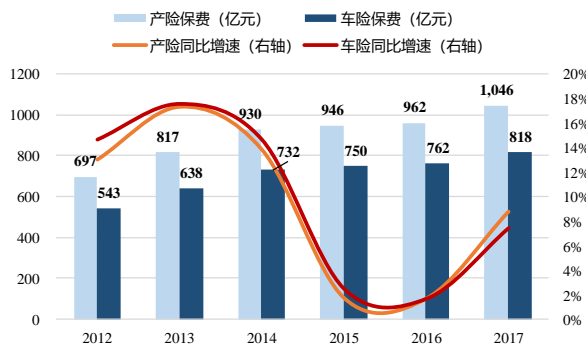
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 12: 2013~2017 年公司账面其他综合收益 (亿元)



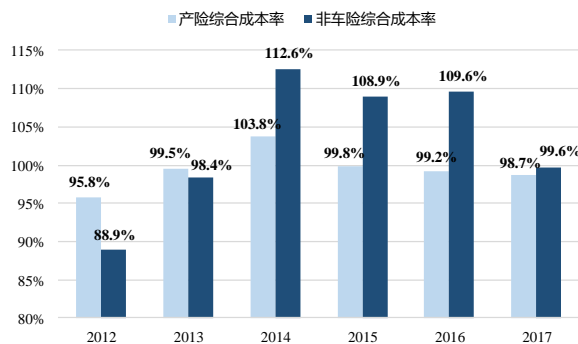
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 13: 2012~2017 年公司产险/车险保费及增速



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 14: 2012~2017 年公司产险综合成本率



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 15: 中国太保盈利预测及估值

单位: 百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	247,232	267,037	319,809	352,442	408,954	469,479
归属母公司净利润	17,728	12,057	14,662	20,390	23,904	28,278
归属母公司净资产	133,336	131,764	137,498	161,702	185,608	214,563
新业务价值	12,170	19,041	26,723	28,754	32,693	38,415
内含价值	205,624	245,939	286,169	329,745	383,163	454,049
营业收入增速	12.5%	8.0%	19.8%	10.2%	16.0%	14.8%
归属母公司净利润增速	60.4%	-32.0%	21.6%	39.1%	17.2%	18.3%
归属母公司净资产增速	13.8%	-1.2%	4.4%	17.6%	14.8%	15.6%
新业务价值增速	39.5%	56.5%	40.3%	7.6%	13.7%	17.5%
内含价值增速	20.0%	19.6%	16.4%	15.2%	16.2%	18.5%
EPS	1.96	1.33	1.62	2.25	2.64	3.12
BPS	14.71	14.54	15.17	17.84	20.48	23.68
VNPS	1.34	2.10	2.95	3.17	3.61	4.24
EVPS	22.69	27.14	31.58	36.39	42.28	50.10
P/E (A)	17.97	26.43	21.73	15.63	13.33	11.27
P/B (A)	2.39	2.42	2.32	1.97	1.72	1.48
VNBX (A)	26.18	16.73	11.92	11.08	9.75	8.29
P/EV (A)	1.55	1.30	1.11	0.97	0.83	0.70
P/E (H)	14.40	21.17	17.41	12.52	10.68	9.03
P/B (H)	1.91	1.94	1.86	1.58	1.38	1.19
VNBX (H)	20.98	13.41	9.55	8.88	7.81	6.65
P/EV (H)	1.24	1.04	0.89	0.77	0.67	0.56

数据来源: 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 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>