

中国太保(601601):

新业务价值高速增长, 寿险产险同步稳健发展

推荐(维持)

非银金融

当前股价: 33.93 元

报告日期: 2018 年 4 月 2 日

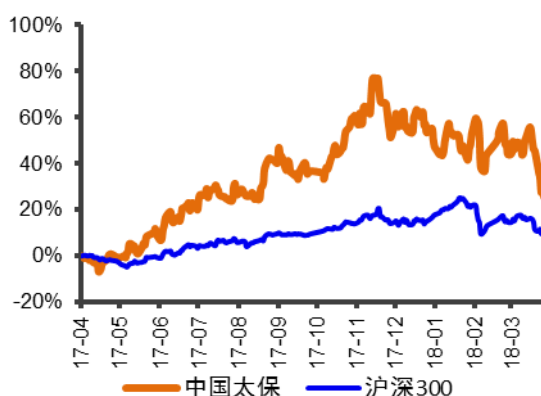
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3198.09	3776.47	4465.07	5294.42
(+/-)	19.76%	18.09%	18.23%	18.57%
归属母公司净利润	146.62	183.68	242.64	288.54
(+/-)	21.61%	25.28%	32.10%	18.92%
EPS (元)	1.62	2.03	2.68	3.18
市盈率	20.97	16.74	12.67	10.66

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)	2133
每股净资产 (元)	15.17
资产负债率 (%)	87.95

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

相关事件:

2018 年 3 月 30 日公司发布 2017 年年度报告, 2017 年公司实现营业收入 3198.09 亿元, 同比增长 19.76%; 实现归母净利润 146.62 亿元, 同比增长 21.61%。

投资要点:

◆**寿险 NBV 高速增长, 业务质/量齐升叠加代理人规模大幅增加预示未来业绩高增长。**2017 年公司寿险实现保险业务收入 1756.28 亿元, 同比增长 27.9%; NBV 达 267.23 亿元, 同比增长 40.3%; 新业务价值率 39.4%, 同比提升 6.5pct.。在整体保费收入中, 个人客户业务收入 1700.55 亿元, 其中代理人渠道收入 1541.95 亿元, 同比大增 33.6%, 占比高达 87.8%, 上升了 3.8pct.。在代理人渠道中, 期交保费和续期保费分别高达 470.83 亿元和 1047.11 亿元, 同比增长了 31.2%和 34.2%。公司代理人规模实现大幅增长, 全年月均人力达到 87.4 万人, 同比增长 33.8%; 其中月均健康人力和绩优人力分别为 24.8 万人和 13.1 万人; 月人均首年佣金收入 1012 元, 同比增长 2.5%。2017 年, 公司寿险客户 13 个月和 25 个月保单继续率分别达 93.4%和 89.3%, 同比上升 1.1pct. 和 2.7pct.; 退保率 1.3%, 同比大幅下降了 0.7pct.。我们认为, 公司寿险业务质、量齐升, 代理人规模大幅增加保证了新保业务增长, 而良好的业务质量同时保证了期交和续交保费规模, 公司寿险业务 2018 年大概率将继续实现高速增长。

◆**产险综合成本率持续优化, 车险与非车险均实现承保盈利。**

2017 年, 公司产险业务实现保险业务收入 1046.14 亿元, 同比增长 8.8%; 综合成本率为 98.8%, 同比下降 0.4pct.。其中, 车险业务实现收入 818.08 亿元, 同比增长 7.4%; 综合成本率为 98.7%, 同比上升 1.5pct.; 其中综合赔付率 61.4%, 同比上升 1.6pct.; 综合费用率 37.3%, 同比下降 0.1pct.。2017 年公司非车险业务收入 228.06 亿元, 同比增长 13.9%, 近四年中首次实现承保盈利; 综合成本率 99.6%, 下降 10.0pct.。



◆**资产管理业务稳健发展,拟收购国联安基金完善资管业务布局。**截至 2017 年底,公司管理资产达 14184.65 亿元,其中投资资产达 10812.82 亿元,第三方管理资产 3371.83 亿元,三者同比均增长 14.8%。在投资资产的投资结构中,债券和定期存款占比分别下降 1.8pct. 和 4.5pct.; 而股票投资占比上升了 2.2pct.; 非标投资占比 18.8%, 上升 5.6pct., 然距离 30% 的红线尚有足够空间。2017 年,公司投资资产实现净投资收益 534.64 亿元,同比增长 14.7%, 主要是固定息投资利息收入及权益投资资产分红收入增加所致; 第三方资产管理业务收入达到 9.61 亿元,同比增长 19.8%。2018 年 3 月 30 日公司公告以 10.45 亿元收购国泰君安所持有的国联安基金 51% 股权的交易已获得证监会核准, 本次收购完成有利于公司丰富和拓展资产管理业务的服务面和业务领域, 加快公司在资管业务的战略布局。

◆**未来内含价值有望保持较快速增长,近期股价回落后未来业绩弹性吸引力开始显现。**2017 年公司寿险 NBV 达 267.23 亿元, 同比增长 40.34%, 增速领先行业; 公司整体内含价值达到 2861.69 亿元, 同比增长 16.4%。以公司 2018 年 3 月 30 日价格 33.93 元测算公司静态 PEV 仅为 1.07。我们认为, 市场对于公司未来业绩增速存在一定的预期差, 2018 年公司动态 PEV 或将低于 1, 公司未来的高业绩弹性值得重视。

◆**盈利预测:**考虑到公司 NBV 仍将保持高速增长, 内含价值保持较快增长的前提假设, 我们调整公司 2018、2019、2020 年 EPS 预测值分别为 2.03、2.68、3.18 元, 基于目前公司在上市险企中业绩弹性显著, 我们继续维持其“推荐”的投资评级, 以 1.2 倍 18PEV 调整公司目标价至 45.47 元。

◆**风险提示:**寿险新业务价值增速不及预期; 寿险代理人规模增速及月人均新增保费下降; 产险综合成本率上升; 产险营收同比下降; 资产管理投资收益率下滑等。



预测财务报表（单位：亿元）

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2670.14	3198.09	3776.47	4465.07	5294.42
已赚保费	2195.73	2635.54	3173.21	3816.93	4591.75
保费业务收入	2340.18	2816.44	3379.73	4055.67	4866.81
减：分出保费	136.49	157.84	181.52	208.74	240.05
提取未到期责任准备金	7.96	23.06	25.00	30.00	35.00
投资净收益	456.30	519.46	561.02	605.90	660.43
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.18	0.74	1.00	1.00	1.00
公允价值变动净收益	-7.68	14.43	15.00	15.00	15.00
汇兑净收益	1.17	-1.40	-1.00	-1.00	-1.00
其他收益		0.24	0.24	0.24	0.24
其他业务收入	24.62	28.14	28.00	28.00	28.00
营业支出	2509.42	2987.86	3512.90	4116.65	4879.93
退保金	135.38	101.68	102.70	104.75	109.99
赔付支出	912.38	947.86	957.34	966.91	981.42
减：摊回赔付支出	74.09	77.23	80.00	85.00	90.00
提取保险责任准备金	723.68	1,055.58	1372.25	1783.93	2319.11
减：摊回保险责任准备金	16.76	16.05	17.00	18.00	20.00
保户红利支出	77.35	89.46	90.00	95.00	100.00
分保费用	0.40	2.71	3.00	3.00	3.00
税金及附加	29.38	9.66	10.00	13.00	15.00
手续费及佣金支出	351.66	472.81	591.01	732.86	901.41
管理费用	337.19	362.93	395.59	431.20	470.00
减：摊回分保费用	43.08	57.70	5.00	5.00	5.00
其他业务成本	64.67	87.78	88.00	89.00	90.00
资产减值损失	11.41	7.13	8.00	8.00	8.00
加：营业利润差额(特殊报表科目)					
营业利润差额(合计平衡项目)					
营业利润	160.72	210.23	263.57	348.42	414.49
加：营业外收入	1.67	1.86	1.86	1.86	1.86
减：营业外支出	1.54	1.07	1.07	1.07	1.07
其中：非流动资产处置净损失					
加：利润总额差额(特殊报表科目)					
利润总额差额(合计平衡项目)					
利润总额	160.85	211.02	264.36	349.21	415.28
减：所得税	38.01	61.11	76.56	101.13	120.26
加：未确认的投资损失					
加：净利润差额(特殊报表科目)					
净利润差额(合计平衡项目)					
净利润	122.84	149.91	187.81	248.08	295.02
减：少数股东损益	2.27	3.29	4.12	5.44	6.47
归属于母公司所有者的净利润	120.57	146.62	183.68	242.64	288.54

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，九年证券研究经验，2017年9月加入华鑫证券研发部，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。

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>