

中国太保 (601601)

证券研究报告
2018 年 04 月 30 日

利润增速亮眼，价值保费增长待人力发展政策见效

事件：中国太保公布 2018 年 1 季报，太保寿险和产险分别实现保险业务收入 903.12 亿元和 313.94 亿元，同比增长 20.5%和 19.5%。集团实现净利润 37.51 亿元，同比增长 87.6%，净资产较之去年末增加 3.07%。

寿险个险新单同比下降 28.2%符合预期，待总公司人力发展政策见效

太保 1 季度寿险总保费 903 亿元，同比增长 20.5%，主要受益于个险续期保费 55.9%的强力增速。个险新单保费受制于行业调整和去年高基数下滑 28.2%至 200.7 亿元，符合预期；

调整全年 NBV 增速为【-5%，+5%】区间。2017 太保个险新单保费前高后低，Q1-Q4 各季度占比分别为 56.5%，17.2%，20.9%和 5.5%，如果参考平安近两年 Q1margin 变化和太保 2017 全年 margin 数据，我们估算出若太保全年 NBV 增速要达到-5%，0%和 5%，则对应的 Q2-Q4 个险新单同比增速需要分别达到 4.4%，12.4%和 20.5%；

拭目以待太保精细化人力发展策略的效果。太保总部今年通过直达三，四级机构的新人财补方案和主管培育方案，强化新人持续举绩与留存的牵引，助力主管晋升提升，并加大专款专用的队伍支持方案的投入，预计今年仍有望保持近 2 位数的人力增速。

太保 1 季度归母净利润达到 35.7 亿元，同比增长 87.6%，大超预期并高于大部分同业，我们认为主要原因在于：

2018Q1 准备金基准折现率上行 3.1bp，而去年同期则是大幅下降 9.6bp，1 季度准备金的如期释放是其净利润高增速的主要原因；

寿险业务质量好转使得退保率大幅下降。2018Q1 太保寿险退保率较之去年同期下滑 0.13pct 至-0.31%，减少退保金支出 11.12 亿元；

新单业务减少使寿险手续费支出降低。2018Q1 手续费支出占当季保费收入 15.4%，较之去年同期大幅下降 1.7pct，减少佣金支出 19.15 亿元；

太保大类资产配置结构较之上市同行相对受益于今年的市场行情。太保固收和权益类资产占比分别为 81.9%和 17.0%，权益类配置占比较低，而今年 1 季度市场呈现债市牛市，股市震荡的格局。2018Q1 太保的其他综合投资收益为 3.5 亿，根据我们的测算，其综合投资收益率为 4.47%；

投资建议

基于 2018Q1 强劲的净利润数据，我们上调 18/19/20 年的归母净利润为 197,248 和 300 亿元，预测太保 2018 年寿险和集团的 ev 增速分别为 16.61%和 16.84%，每股内含价值为 36.9 元，当前股价对应 PEV 为 0.856，处于历史负一倍标准差以下，今年以来股价过度反应，维持买入评级。

风险提示：权益和利率市场大幅下行，重疾险增速不达预期

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（亿元）	2670	3198	3629	4178	4822
增长率（%）	8.01%	19.77%	13.48%	15.12%	15.43%
归母公司股东净利润（亿元）	121	147	197	248	300
增长率（%）	-31.99%	21.61%	34.63%	25.89%	20.83%
内含价值（亿元）	2459	2862	3344	3918	4603
新业务价值（亿元）	190	267	267	321	385
内含价值倍数 (P/EV)	1.16	1.00	0.86	0.73	0.62

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	非银金融/保险
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	31.60 元
目标价格	47.2 元
上次目标价	47.2 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,286.70
流通 A 股股本(百万股)	6,286.70
A 股总市值(百万元)	198,659.72
流通 A 股市值(百万元)	198,659.72
每股净资产(元)	15.63
资产负债率(%)	88.15
一年内最高/最低(元)	49.12/26.79

作者

陆韵婷 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517060004
luyunting@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《中国太保-年报点评报告:客户经营能力持续提升，保险负债端转型典范》 2018-04-02
- 2 《中国太保-公司点评:夯实人力基础，有估值吸引力的寿险转型标杆》 2017-12-17
- 3 《中国太保-半年报点评:各项数据均超预期，优质低估品种》 2017-09-03



财务预测摘要

人民币百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
利润表						每股指标					
营业收入	267014	319809	362916	417780	482228	每股收益	1.33	1.62	2.18	2.74	3.31
保险业务收入	234018	263554	328272	380353	442064	每股净资产	14.87	15.17	16.76	18.56	20.75
投资收益 (含公允价值变	44862	53389	53007	58231	64314	每股内含价值	27.14	31.58	36.90	43.24	50.80
营业支出	250942	298786	336705	384785	442358	每股新业务价值	2.10	2.95	2.95	3.54	4.25
退保金	13538	10168	8692	10969	12682						
赔款支出	91238	94786	105801	120967	137549						
提取保险责任准备金	72368	105558	118978	131961	151942						
手续费及佣金支出	35166	47281	55497	64218	74513	估值指标 (倍)					
业务及管理费用	33719	36293	37254	43990	50555	内含价值倍数	1.16	1.00	0.86	0.73	0.62
						新业务价值倍数	2.12	0.01	-1.80	-3.29	-4.52
营业利润	16072	21023	26210	32996	39870	市净率	2.13	2.08	1.89	1.70	1.52
利润总额	16085	21102	26210	32996	39870	市盈率	23.76	19.53	14.51	11.52	9.54
减: 所得税	3801	6111	6028	7589	9170						
净利润	12284	14991	20182	25407	30700						
所属公司股东净利润	12057	14662	19739	24849	30026	盈利能力					
						ROE	9.15%	10.66%	13.00%	14.77%	15.96%
资产负债表						ROA	1.18%	1.25%	1.48%	1.63%	1.73%
总资产	1020692	1171224	1337064	1523316	1738785	ROAE	9.02%	10.89%	13.64%	15.53%	16.85%
投资资产	941760	1081282	1234386	1406336	1605258	ROAA	1.24%	1.34%	1.59%	1.74%	1.84%
其他资产	78932	89942	102677	116980	133527						
总负债	885929	1030105	1181209	1350653	1545751						
准备金负债	693826	802239	919918	1051880	1203821						
保户储金及投资款	48855	56343	64608	73876	84547						
其他负债	143248	171523	196683	224897	257383						
股东权益	134763	141119	155854	172663	193034						
归母股东权益	131764	137498	151855	168233	188080						

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com