

寿险转型标杆，被低估的综合保险集团

——中国太保（601601）深度报告

买入（首次）

日期：2018 年 05 月 18 日

	2017A	2018E	2019E	2020E
新业务价值（亿元）	267	286	343	409
增速	40.3%	7.1%	19.9%	19.1%
内含价值（亿元）	2862	3327	3876	4524
增速	16.4%	16.3%	16.5%	16.7%
每股内含价值（元）	31.58	36.71	42.77	49.92
PEV	1.11	0.95	0.82	0.70
保费收入（亿元）	2816	3352	4001	4761
增速	20.4%	19.0%	19.4%	19.0%
归母净利润（亿元）	147	195	235	275
增速	21.6%	33.0%	20.6%	16.8%
每股盈利（元）	1.62	2.15	2.59	3.03
PE	21.58	16.23	13.46	11.52

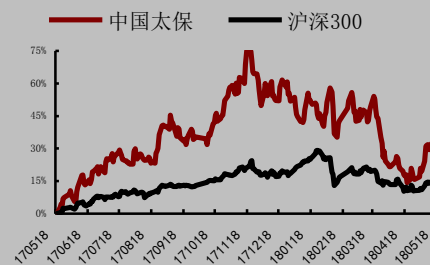
投资要点：

- **大个险转型标杆，人力增长和效能提升双轮驱动：**1、太保寿险 2011 年起实施“聚焦营销、聚焦期交”战略转型后，个险渠道快速发展，2017 年保费贡献度达到 88%，大个险格局非常清晰；2、销售队伍在 2015-2017 年实现翻倍达到 87 万，年均复合增长率高达 36%；3、在队伍规模快速扩张的同时，举绩率和人均产能也逐年提升，健康人力和绩优人力复合增长率超过 20%；4、在人力规模和产能双轮驱动下，新单期交在 2015-2017 年分别实现 65.5%、34.3%、31.2% 的增速，2017 年达到 471 亿元；5、虽然 2018 年行业人力增速大概率继续放缓，但太保寿险个险队伍经营基础较好，仍有望保持 10% 左右增长。
- **高价值业务占比提升，寿险内含价值保持 15%-20% 增速：**1、十年期在新单保费中的比例从 2011 年的 16% 逐年提升至 2017 年的 47%，推动平均缴费期限接近 9 年；2、新业务价值率较高的长期保障型业务占比也逐年提升，2011 年仅为 10%，2017 年已升至 42%；3、受益于业务结构的改善，新业务价值率逐年攀升，2017 年达到 39.4%，促进太保寿险新业务价值和内含价值均保持较快增长，2015-2017 年增速分别为 39.5%/56.5%/40.3%、20.8%/19.5%/17.9%；4、由于太保寿险坚持发展长期期交和保障型业务，预计 2018 年新业务价值率将保持较高水平，受新单期交增速下降影响，新业务价值增速也将有所下降，但仍然能推动内含价值保持 15%-20% 的增长。
- **财险业务重回两位数增长，综合成本率逐渐改善：**1、太保财险保费收入在 2015、2016 年调整结构、剔除部分劣质业务后，2017 年增速有所回升，同比增长 8.8%，2018 年一季度增速加快，达到

基础数据

收盘价（元）	34.92
市净率（倍）	2.18
流通市值（亿元）	2,195.32
每股净资产（元）	15.63
每股经营现金流（元）	4.78
毛利率（%）	4.99
净资产收益率（%）	2.70
资产负债率（%）	88.15
总股本（万股）	906,200
流通股（万股）	628,670

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

分析师：缴文超

执业证书编号：S0270518030001

电话：010-66060126

邮箱：jiaowc@wlzq.com

研究助理：喻刚

电话：010-66060126

邮箱：yugang@wlzq.com.cn

19.5%；2、由于太保寿险营销员队伍快速成长，交叉销售渠道 2017 年实现车险保费 75.6 亿，成为车险增长的重要驱动因素，2018 年有望继续保持较快增长；3、随着业务结构的逐渐优化，2015 年起太保财险综合赔付率连续三年下降，但受车险费改后市场竞争加剧影响，综合费用率居高不下，导致综合成本率下降幅度有限，2017 年为 98.8%，承保盈利能力还有待提升。

- **盈利预测与投资建议：**1、核心假设：寿险营销员增速 10%，人均产能受监管宏观环境和监管因素影响 2018 年有所下降，之后逐渐提升，财险保费车险增速 12%，非车增速 20%，投资收益率按内含价值长期假设 5%计算；2、财务预测结果：2018-2020 年 NBV、EV 增速分别为 7.1%/19.9%/19.1%、16.3%/16.5%/16.7%，集团每股内含价值 36.71/42.77/49.92 元，对应 PEV 仅为 0.95/0.82/0.70；2018-2020 年每股净利润分别为 2.15/2.59/3.03 元，对应 PE 为 16.23/13.46/11.52；3、估值与投资建议：分部估值法下，寿险成长性较好，给予 1.3-1.5 倍 PEV 估值，财险盈利能力有待提升，给予 1.2 倍 PB，在其他板块 1 倍 PB 估值假设下，中国太保 2018 年每股理论估值 45.9-51.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险因素：**人力增长不及预期、保障型业务占比下降、财险综合成本率大幅攀升、投资波动风险。

目录

1、保险业全牌照经营，集团综合实力强劲	5
1.1 底蕴深厚、历史悠久，保险业全牌照经营	5
1.2 国资背景，股权分散	6
1.3 深耕保险市场，公司实力雄厚	7
1.3.1 业务稳健发展，市场地位稳定	7
1.3.2 总资产过万亿，净资产超千亿	7
1.3.3 偿付能力充足，业务发展无忧	8
2、业务结构不断优化，价值创造能力突出	9
2.1 寿险业务：大个险转型标杆，价值持续快速增长可期	9
2.1.1 坚持个险价值转型，摒弃银保规模业务	9
2.1.2 把握政策红利，营销队伍高速增长	10
2.1.3 保费结构明显改善，业务品质持续提升	11
2.1.4 NBV、EV、RM 快速增长，利润稳定释放可期	13
2.2 财险业务：业务重回高速增长，利润主要依赖投资表现	15
2.2.1 业务调整期结束，保费收入重回增长通道	15
2.2.2 费用率维持高位，承保盈利能力有待进一步提升	15
2.2.3 投资收益仍是利润的主要来源	16
2.3 资产管理业务：投资风格稳健，第三方管理资产快速增长	17
2.3.1 集团投资资产突破万亿，权益类资产占比相对较低	17
2.3.2 固定息投资收益贡献较高，投资收益率稳定	18
2.3.3 第三方管理资产快速增长，管理费收入贡献利润	19
2.4 积极布局健康养老业务，延伸保险产业链	20
3、行业发展趋势及展望	21
3.1 我国保险市场潜力巨大，保险保障需求远未被满足	21
3.2 寿险营销员增速放缓，寿险业发展进入提质增效阶段	21
3.3 车险费率改革持续推进，财险业机遇与挑战并存	22
3.4 利率高位震荡有利于投资端，准备金折现率拐点加速短期利润释放	22
4、财务预测与估值	24
4.1 核心假设及财务预测	24
4.2 公司估值与投资建议	25
图 1. 中国太保历史沿革和发展历程	5
图 2. 中国太保主要业务板块	5
图 3. 中国太保股权结构	6
图 4. 太保寿险原保费收入及市场份额	7
图 5. 太保财险原保费收入及市场份额	7
图 6. 中国太保总资产及增长率	8
图 7. 中国太保净利润、净资产及 ROE	8
图 8. 太保集团、太保寿险、太保财险偿付能力充足率	8
图 9. 太保寿险营销渠道和银行渠道保费收入	9
图 10. 太保寿险保费收入渠道结构	9
图 11. 太保寿险个险渠道保费收入及增速	10
图 12. 主要寿险公司个险渠道保费收入占比	10
图 13. 太保寿险月均营销员数量及增速	10

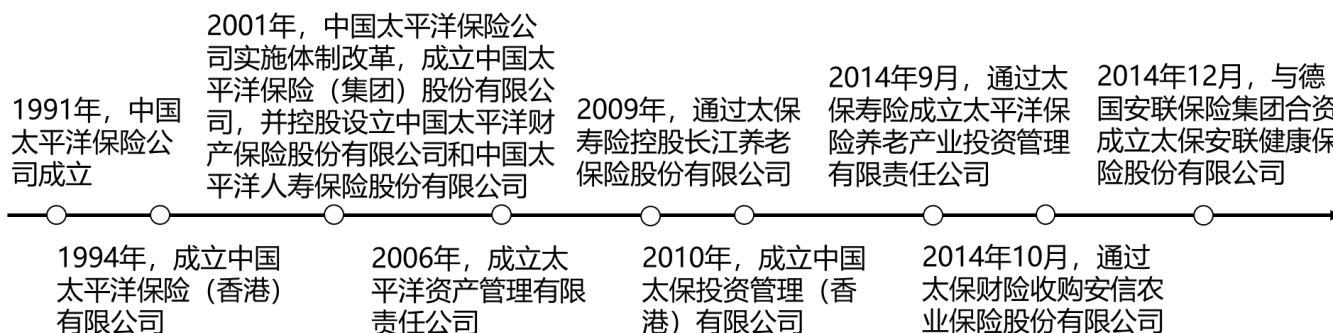
图 14. 主要寿险公司个险规模人力及增速	10
图 15. 太保寿险月人均产能及月均长险举绩率	11
图 16. 太保寿险月均健康人力、月均绩优人力	11
图 17. 太保寿险个险渠道新单期交及增速	11
图 18. 太保寿险 2017 年保费收入结构	11
图 19. 太保寿险新单保费交费期限结构	12
图 20. 太保寿险新单保费平均交费期限	12
图 21. 太保寿险长期保障型业务新单保费及占比	12
图 22. 太保寿险退保金及退保率	13
图 23. 太保寿险经营活动现金流及占保费收入比例	13
图 24. 太保寿险新业务价值及增速	14
图 25. 太保寿险新业务价值率与业务结构	14
图 26. 太保寿险有效业务价值、内含价值及增速	14
图 27. 太保寿险 2016、2017 年剩余边际余额	14
图 28. 太保财险保险业务收入及增速	15
图 29. 太保财险车险和非车险保费收入及增速	15
图 30. 太保财险综合成本率	16
图 31. 2017 年主要财险公司综合成本率	16
图 32. 太保财险分险种综合成本率及承保利润	16
图 33. 太保财险税前利润结构	17
图 34. 2017 年主要财险公司税前利润结构	17
图 35. 中国太保投资资产及增速	18
图 36. 中国太保投资资产配置情况	18
图 37. 中国太保固定息投资利息收入及占比	19
图 38. 主要上市公司投资收益率	19
图 39. 中国太保第三方管理资产及增速	20
图 40. 中国太保第三方管理费收入	20
图 41. 我国保险深度和保险密度	21
图 42. 2016 年主要经济体保险深度和保险密度	21
图 43. 保险行业营销员数量及增速	22
图 44. 750 日移动平均 10 年期国债到期收益率趋势	23
图 45. 主要寿险公司 PEV 历史数据	25
图 46. 人保财险 PB 历史数据	26
表 1. 2017 年 12 月 31 日中国太保前十大股东	6
表 2. 太保财险分险种保费收入	15
表 3. 核心指标预测结果	24
表 4. 合并资产负债表	27
表 5. 合并利润表	31

1、保险业全牌照经营，集团综合实力强劲

1.1 底蕴深厚、历史悠久，保险业全牌照经营

中国太平洋保险（集团）股份有限公司（以下简称“中国太保”）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，于2007年、2009年分别在上海证交所、香港联交所成功上市，是国内领先的“A+H”股综合性保险集团。

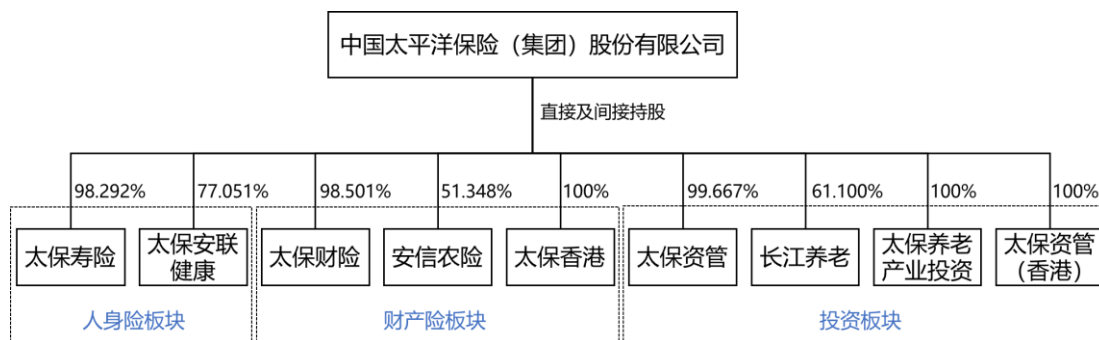
图1. 中国太保历史沿革和发展历程



数据来源：公司公告、万联证券研究所

经过27年的发展，中国太保旗下业务主要分为人身险、财产险、投资三大业务板块，拥有财产保险、人寿保险、健康险、农业保险、养老金、资产管理、养老产业投资等经营主体，实现保险业全牌照经营。保监会官网披露数据显示，2017年太保寿险实现原保费收入1739.82亿元，市场份额6.7%，市场排名第四，太保财险实现原保费收入1039.94亿元，市场份额9.9%，市场排名第三。

图2. 中国太保主要业务板块



数据来源：公司公告、万联证券研究所

1.2 国资背景，股权分散

2017年末，中国太保注册资本90.62亿元，其中A股股本62.89亿股，占比69.4%，H股股本27.73亿股，占比30.6%。截至2017年12月31日，中国太保主要股东有华宝投资有限公司、申能(集团)有限公司、上海海烟投资管理有限公司、上海国有资产经营有限公司等，股权结构较为分散，无控股股东和实际控制人。

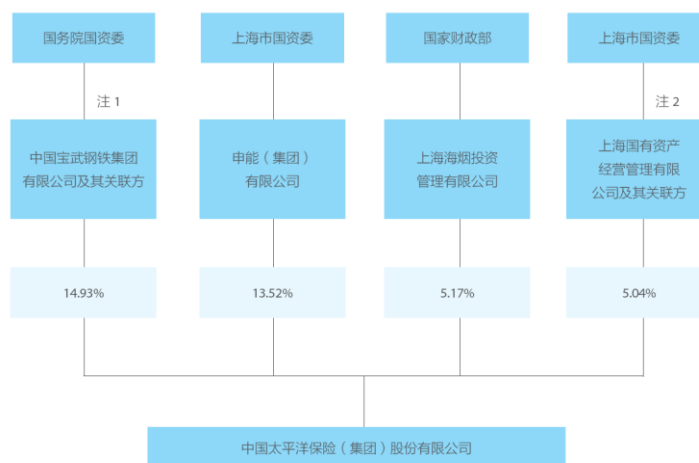
表1. 2017年12月31日中国太保前十大股东

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	香港中央结算(代理人)有限公司	2,772,620,635	30.60
2	华宝投资有限公司	1,284,277,846	14.17
3	申能(集团)有限公司	1,225,082,034	13.52
4	上海海烟投资管理有限公司	468,828,104	5.17
5	上海国有资产经营有限公司	424,100,614	4.68
6	中国证券金融股份有限公司	256,213,463	2.83
7	上海久事(集团)有限公司	250,949,460	2.77
8	云南合和(集团)股份有限公司	132,613,032	1.46
9	中央汇金资产管理有限责任公司	110,741,200	1.22
10	中国宝武钢铁集团有限公司	68,818,407	0.76
	合 计	6,994,244,795	77.18

数据来源: wind、万联证券研究所

2017年年报显示，中国太保主要股东的最终实际控制人分别为国务院国资委、国家财政部、上海国资委，其中上海国资委合计间接持股18.56%，为第一大股东。

图3. 中国太保股权结构



数据来源：公司公告、万联证券研究所

1.3 深耕保险市场，公司实力雄厚

1.3.1 业务稳健发展，市场地位稳定

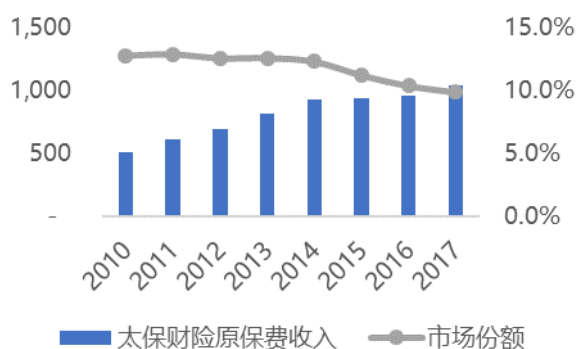
中国太保坚持保险主业27年，旗下太保寿险、太保财险分别在人身险、财产险行业始终处于第一梯队，如果剔除资金型业务占比较高的安邦人寿，太保寿险、太保财险始终牢牢占据市场第三的行业地位。

太保寿险自2011年起实施“聚焦营销、聚焦期交”战略转型，主动收缩规模趸交业务，受此影响，此后几年市场份额有所下降，随着2017年寿险业回归保障，短期资金型业务大幅下降，太保寿险受益于期交业务快速增长，市场份额有所提升，2017年为6.7%。太保财险近年来保费收入持续增长，同时控制高赔付率业务发展，保费增速低于市场增速，但市场份额仍然保持市场第三，较第四名的国寿财险还有较大领先优势。

图4. 太保寿险原保费收入及市场份额



图5. 太保财险原保费收入及市场份额



数据来源：保监会、万联证券研究所

数据来源：保监会、万联证券研究所

1.3.2 总资产过万亿，净资产超千亿

受益于太保寿险和太保财险业务稳定增长，经营现金流呈现持续流入状态，中国太保2010-2017年总资产保持较快增长速度，年均复合增长率接近15%，2016年首次突破万亿，达到10207亿元，截至2017年12月31日，集团总资产达到11712亿，同比增长14.7%。

图6. 中国太保总资产及增长率

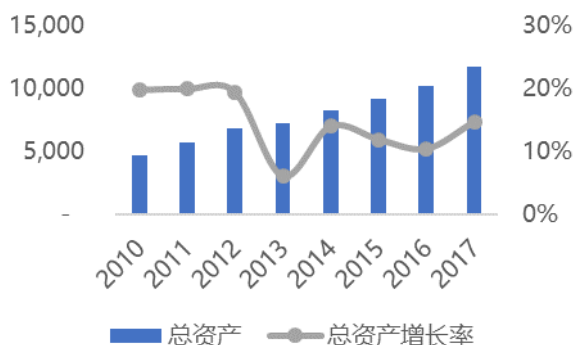
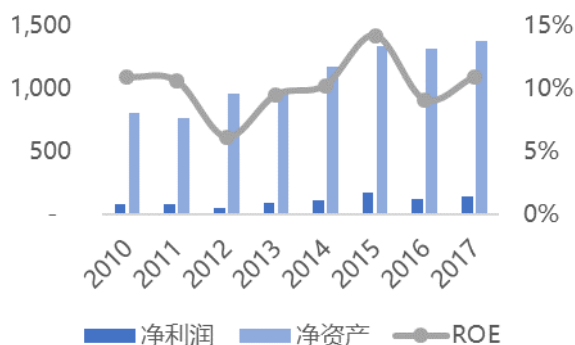


图7. 中国太保净利润、净资产及ROE



数据来源：公司公告、万联证券研究所

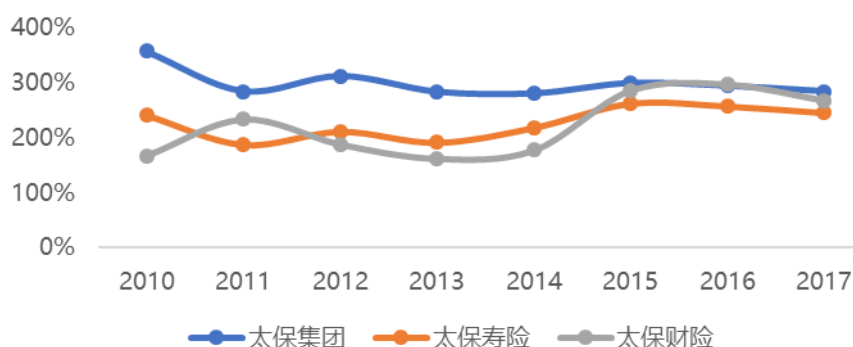
数据来源：公司公告、万联证券研究所

中国太保盈利能力良好，2010-2017年年均加权平均ROE超过10%，归母净利润在2014年突破百亿大关，利润的持续实现推动净资产稳定增长，截至2017年末，中国太保归母公司所有者权益达到1375亿元。

1.3.3 偿付能力充足，业务发展无忧

中国太保及主要子公司太保寿险、太保财险偿付能力一直较为充足，偿二代实施后充足率较偿一代明显提升，随着2016、2017年业务较快增长，偿付能力充足率略有下降，截至2017年末，太保集团、太保寿险、太保财险综合偿付能力充足率分别为284%、245%、267%，其中核心偿付能力充足率280%、245%、240%，仍然维持在较高水平，有利于公司保险业务发展。

图8. 太保集团、太保寿险、太保财险偿付能力充足率



数据来源：公司公告、万联证券研究所

注：2015年之前为偿一代数据，之后为偿二代综合偿付能力充足率

2、业务结构不断优化，价值创造能力突出

2.1 寿险业务：大个险转型标杆，价值持续快速增长可期

2.1.1 坚持个险价值转型，摒弃银保规模业务

聚焦营销，聚焦期交。受客户群、产品特点、销售模式等因素影响，银保渠道虽然规模保费贡献大，但存在费用高、价值低等问题，公司可持续发展能力受限。2010年底太保集团管理层提出转型，2011年起正式实施以客户需求为导向，“聚焦营销、聚焦期交”的发展战略，大力发展营销渠道，主动收缩银保渠道规模业务。2011年开始，营销渠道保费收入保持稳健增长，占比持续提升，从2010年的40.2%升至2013年的60.9%，成为保费收入的主要贡献渠道。银行渠道从2011年进入持续收缩通道，太保2010年银行保险保费收入增速高达63%，此后连续三年下降，保费收入占比则从2010年的54.9%降至32.3%。

图9. 太保寿险营销渠道和银行渠道保费收入

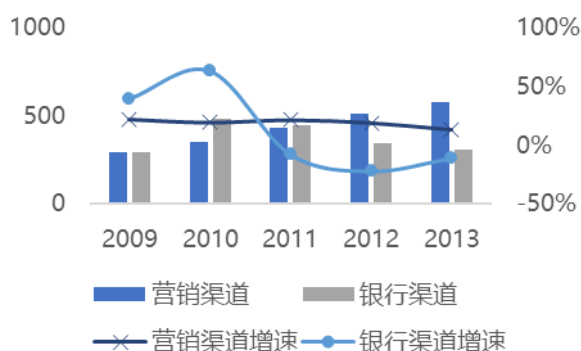
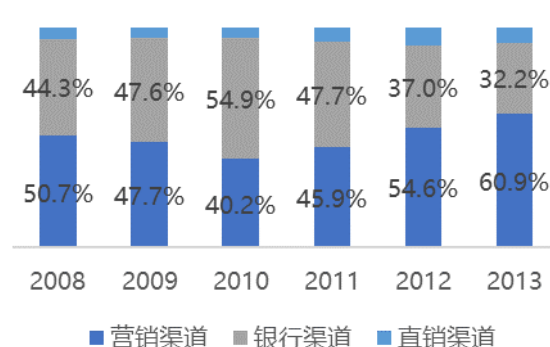


图10. 太保寿险保费收入渠道结构



数据来源：公司公告、万联证券研究所

数据来源：公司公告、万联证券研究所

整合银行渠道，聚焦个人业务，塑造大个险格局。2014年，太保为进一步深化转型，将寿险业务根据客户类别分为个人业务和法人渠道业务，原有银行渠道也相应地根据客户的不同属性和需求划归到个人和法人业务。之后几年太保寿险个险渠道保费增速加快，2015-2017年连续三年高增长，到2017年，代理人渠道保险业务收入达到1542亿元，占比高达88%，已接近始终坚持个险经营的平安寿险，大个险格局已非常清晰。

图11. 太保寿险个险渠道保费收入及增速

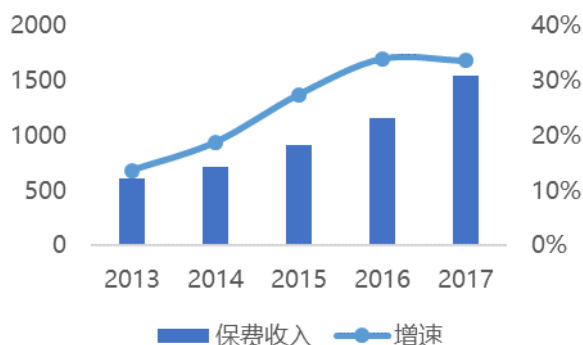
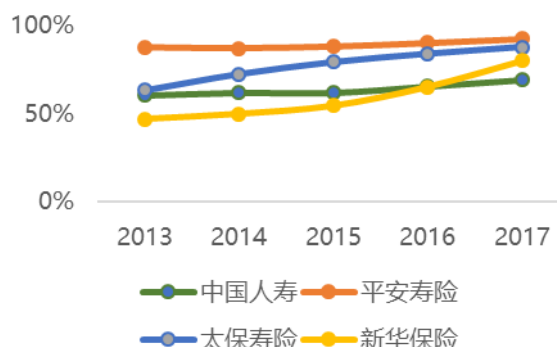


图12. 主要寿险公司个险渠道保费收入占比



数据来源：公司公告、万联证券研究所

数据来源：公司公告、万联证券研究所

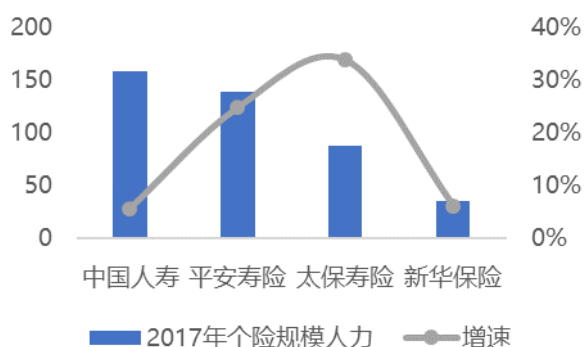
2.1.2 把握政策红利，营销队伍高速增长

队伍规模跨越式扩张，实现三年翻倍。太保寿险坚持聚焦营销，持续加大队伍建设投入，做好增员、留存、培训等基础工作，同时大力推广移动展业平台“神行太保”，提升营销员展业体验，助力队伍持续沉淀。2015年，保险营销员资格考试正式取消，寿险营销员队伍迎来快速增长期，借此机会，太保寿险在2015-2017年实现了代理人队伍的跨越式增长，月均规模人力从2014年的34万增长至2017年的87万，年均复合增长率达到36%，2017年在行业规模人力增速下降的情况下同比增速仍达到33.8%，领先主要上市同业公司。

图13. 太保寿险月均营销员数量及增速



图14. 主要寿险公司个险规模人力及增速



数据来源：公司公告、万联证券研究所

数据来源：公司公告、万联证券研究所

队伍基础逐渐夯实，队伍质量稳步提升。在队伍快速扩张的同时，太保寿

险坚持人力健康发展和产能持续提升，始终坚持有效增员，提升新人质量和留存，进一步推动队伍结构改善，落实新人培训和主管轮训，推动绩优及健康人力增长。太保寿险转型以来，营销员月均长险举绩率从2011年的34.4%提升至2017年第三季度的47.3%，月人均产能从3199元提升至6075元，接近翻倍。寿险公司的新单期交业务主要由有效人力贡献，从披露数据看，太保寿险2017年月均健康人力和绩优人力分别达到24.8万、13.1万，年均复合增长率均超过20%，队伍质量在持续提升。

图15. 太保寿险月人均产能及月均长险举绩率

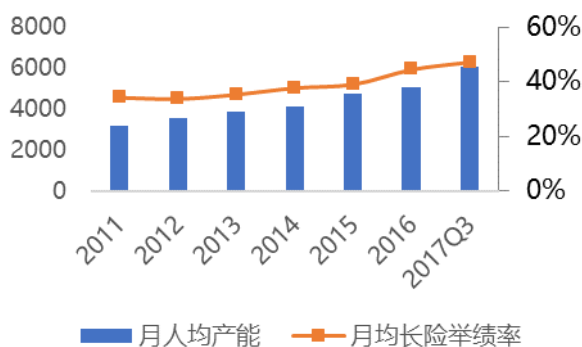
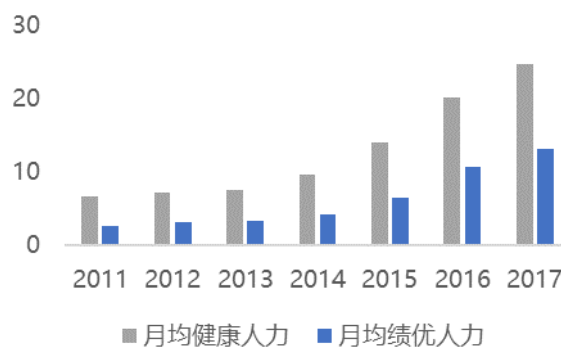


图16. 太保寿险月均健康人力、月均绩优人力



数据来源：公司公告、万联证券研究所

数据来源：公司公告、万联证券研究所

2.1.3 保费结构明显改善，业务品质持续提升

个险期交占总保费比例达到86%。得益于代理人队伍量质齐升（更大程度来自队伍规模增长），太保寿险个险渠道新单期交保费快速增长，2017年达到471亿元，同比增长31.2%，占渠道新单保费的95%，续期保费1047亿元，同比增长34%，个险期交保费占总保费比例达到86%。

图17. 太保寿险个险渠道新单期交及增速

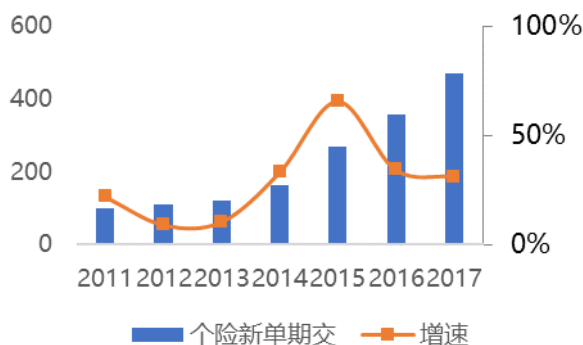
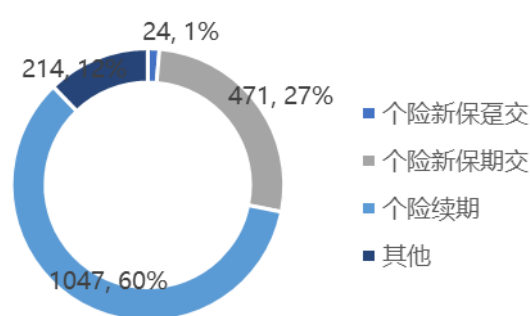


图18. 太保寿险2017年保费收入结构



数据来源：公司公告、万联证券研究所

数据来源：公司公告、万联证券研究所

新单期交中十年期占比超过60%。由于十年期业务新业务价值率明显高于短期期交业务，为实现价值健康持续增长，太保寿险转型之后坚持发展长期期交业务，十年交及以上新单占比逐年提升，2017年达到47%，推动新单保费平均缴费年限接近9年，2017年十年及以上新单期交近200亿元，同比增速超过30%。如果仅看新单期交中的交费期限结构，十年交及以上新单占比已超过60%。

图19. 太保寿险新单保费交费期限结构

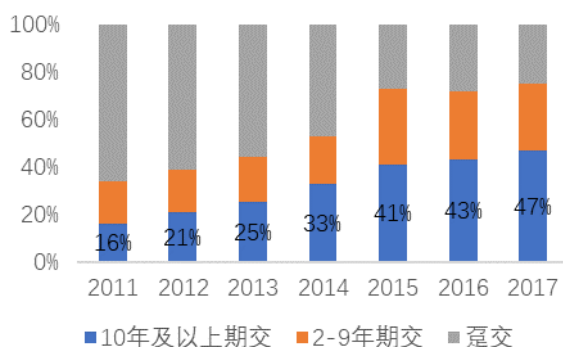


图20. 太保寿险新单保费平均交费期限

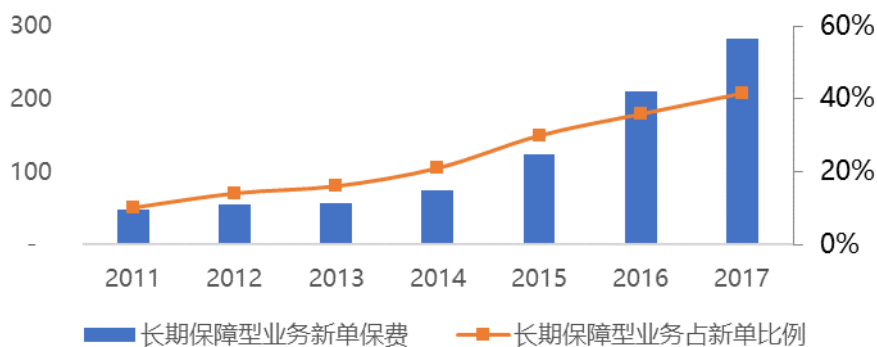


数据来源：公司公告、万联证券研究所

数据来源：公司公告、万联证券研究所

长期保障型业务新单保费占比突破40%。从产品结构看，太保持续加大价值率较高的长期保障型产品投放力度，2016年推出为女性客户提供身心双重呵护的“花样年华”，丰富保障内容，推出涵盖未成年人轻症的“少儿超能宝”，通过提升产品保障能力，帮助营销员获取新客户，2017年继续扩展保障种类，推出升级版“少儿超能宝2.0”、同时针对中高端客群的高额医疗保障产品“乐享百万”持续增长。2011-2017年长期保障型业务新单保费年均复合增长率超过30%，占新单保费比例提升至2017年的42%。

图21. 太保寿险长期保障型业务新单保费及占比



数据来源：公司公告、万联证券研究所

退保率创新低，经营活动现金流创新高。随着原有短期储蓄型业务陆续到期，太保寿险退保率在2014年达到高点5.4%，退保金的快速增长使得经营活动现金流在2011-2014年持续下降。2014年之后转型成效逐渐显现，期交保费快速增长增加现金流入，压缩趸交业务则避免出现大规模集中退保和满期，退保金逐年下降，2017年降至102亿元，退保率仅为1.3%，达到历史最低水平，处于行业领先水平，经营活动现金流也迅速改善，2017年净流入861亿元，创历史新高，占全年保费收入的31%。

图22. 太保寿险退保金及退保率



数据来源：公司公告、万联证券研究所

图23. 太保寿险经营活动现金流及占保费收入比例



数据来源：公司公告、万联证券研究所

2.1.4 NBV、EV、RM快速增长，利润稳定释放可期

目前行业通常使用内含价值（EV）作为寿险公司的主要价值衡量指标，内含价值=调整净资产+有效业务价值，净资产主要通过净利润不断积累而来，有效业务价值则主要来源于新业务价值（NBV）的逐年积累，新业务价值的增速反映寿险公司成长性。目前寿险公司新业务价值绝大部分来自个险渠道的新单期交业务，期交保费规模主要受人力规模和人均产能驱动，期交保费结构则受市场环境、公司经营策略、产品投放等多重因素影响。

随着个险新单期交快速增长和业务结构逐渐改善，太保寿险新业务价值连年增长，特别在2015-2017年，受益于代理人队伍量质齐升，且十年期和保障型业务占比快速提升，新业务价值连续三年实现高增长，其中2016年增速高达56.5%，2017年在高基数的情况下取得上市同业最快增速40%，全年新业务价值达到267亿元。由于十年期、长期保障型业务占比的逐年提升，太保寿险新业务价值率逐年提升，2017年达到39.4%，已与平安寿险持平。

图24. 太保寿险新业务价值及增速



图25. 太保寿险新业务价值率与业务结构



数据来源：公司公告、万联证券研究所

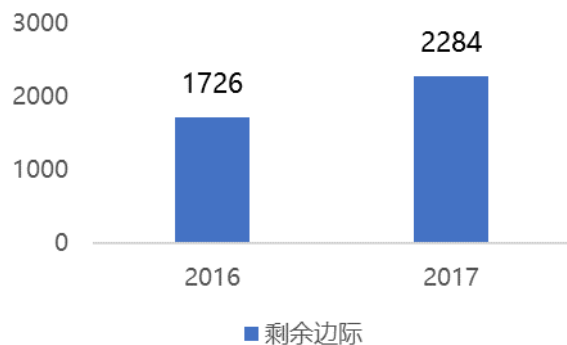
数据来源：公司公告、万联证券研究所

新业务价值的快速增长推动太保寿险有效业务价值保持较快增速，2011-2017年年均复合增速超过20%，2017年末达到1367亿元，同比增长32.7%。同时，太保寿险稳定的盈利能力使得净资产稳健增长，推动内含价值保持中高速增长，2011-2017年复合增长率超过15%，2017年末太保寿险内含价值为2140亿元，同比增长17.9%。

图26. 太保寿险有效业务价值、内含价值及增速



图27. 太保寿险2016、2017年剩余边际余额



数据来源：公司公告、万联证券研究所

数据来源：公司公告、万联证券研究所

剩余边际 (Residual Margin) 的本质是存量业务尚未实现的利润 (税前)，其含义与有效业务价值类似，虽然在折现率、精算假设、资本成本、税收等因素上有所差异，但均代表存量业务未来即将给公司带来的价值。2017年末，太保寿险剩余边际余额达到2284亿元，同比增长32.3%，与有效业务价值增速基本一致。在现行会计准则下，剩余边际的稳定释放是寿险公司利润的重要来源，太保寿险剩余边际余额的快速增长为公司未来持续实现较高利润奠定了良好基础。

2.2 财险业务：业务重回高增长，利润主要依赖投资表现

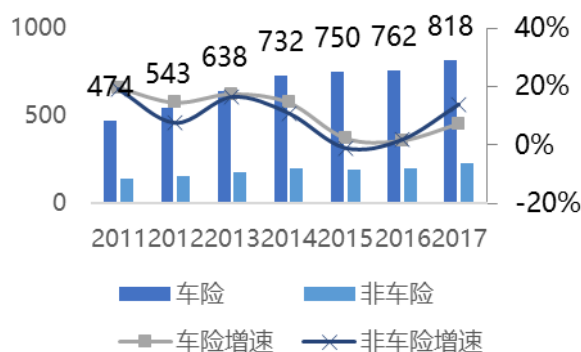
2.2.1 业务调整期结束，保费收入重回增长通道

2014年以前，太保财险保费收入增速与市场基本持平，但激烈的市场竞争导致赔付率走高，太保财险在2014年出现承保亏损。2015年起，太保财险开始调整业务结构，放弃部分市场规模，保费增速持续低于市场增速，经过三年的调整，2017年保费增速达到8.8%，逐渐接近市场水平，2018年一季度增速继续走高，达到19.5%。

图28. 太保财险保险业务收入及增速



图29. 太保财险车险和非车险保费收入及增速



数据来源：公司公告、万联证券研究所

数据来源：公司公告、万联证券研究所

从产品线看，车险是公司的核心业务，保费贡献度连续多年超过75%，2017年车险保费收入达到818亿元，同比增长7.4%，其中交叉销售渠道得益于太保寿险代理人渠道快速成长，实现车险保费75.6亿元，同比增速高达34%；非车险增速相对较快，2017年达到13.9%，其中农险实现高速增长，同比增长43.6%，仅企财险出现负增长。

表2. 太保财险分险种保费收入

分险种保费收入	2015	2016	2017	2017年增速
车险	750	762	818	7.4%
企财险	54	51	48	-5.1%
责任险	38	38	42	8.7%
农险	12	19	27	43.6%
意外险	25	23	24	6.5%
其他	68	69	86	25.2%
合计	946	962	1046	8.8%

数据来源：公司公告、万联证券研究所

2.2.2 费用率维持高位，承保盈利能力有待进一步提升

太保财险综合成本率在2014年达到103.8%出现承保亏损后，2015年开始围绕“控品质、保盈利、强基础、增后劲”的经营方针，推进业务结构调整，剔

除部分出险率高、品质差的劣质业务，提升优质业务占比，并加强理赔管理，综合赔付率迅速下降，从2014年的68%降至2017年的59.9%，但综合费用率受商车费改竞争加剧影响提升较多，2017年达到38.9%。总体来看，综合成本率连续三年下降，但下降幅度不大，2017年降至98.8%，与人保财险和平安财险仍有较大差距。

图30. 太保财险综合成本率

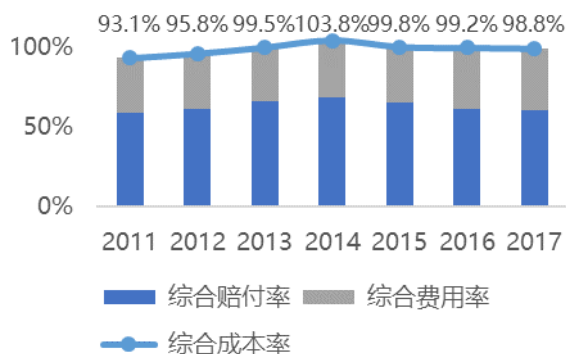
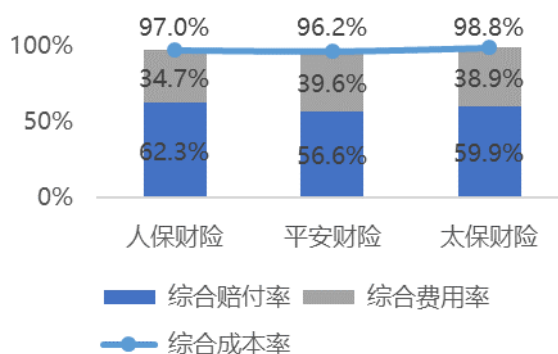


图31. 2017年主要财险公司综合成本率

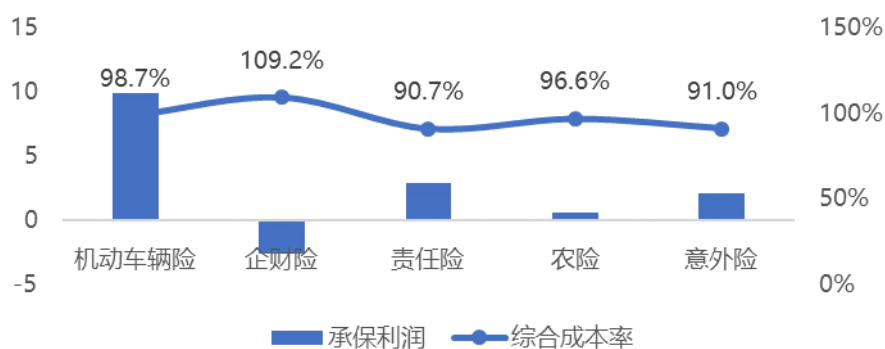


数据来源：公司公告、万联证券研究所

数据来源：公司公告、万联证券研究所

分险种看，车险承保盈利贡献最大，但综合成本率较高为98.7%，非车险综合成本率合计99.6%，较2016年下降10个百分点，其中责任险和意外险盈利能力较强，综合成本率分别为90.7%、91%，企财险综合成本率较高，处于承保亏损状态。

图32. 太保财险分险种综合成本率及承保利润



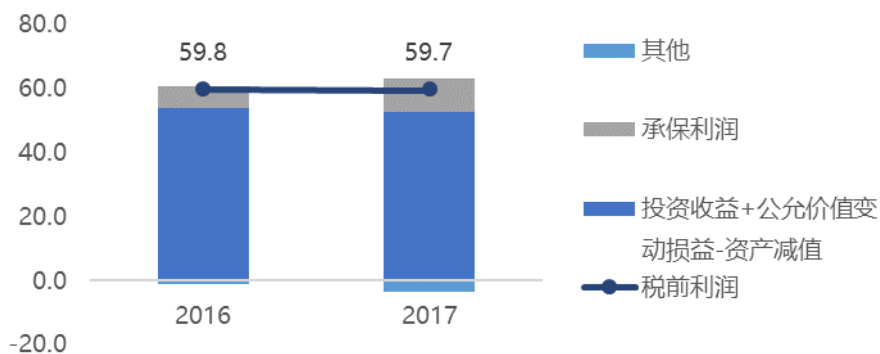
数据来源：公司公告、万联证券研究所

2.2.3 投资收益仍是利润的主要来源

在承保盈利能力有限的情况下，太保财险主要依靠投资收益贡献利润，占比

在九成左右。2017年太保财险税前利润59.7亿，其中投资收益（投资收益+公允价值变动损益-资产减值）52.5亿，占比88%，较2016年的90%略有降低，2017年承保利润占比18%，仍然非常有限。

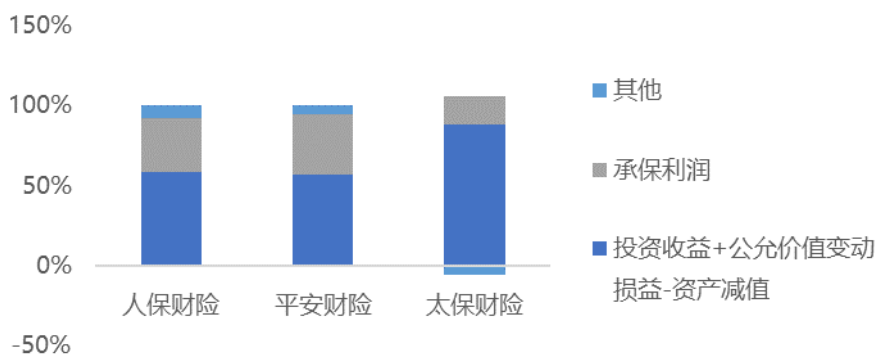
图33. 太保财险税前利润结构



数据来源：公司公告、万联证券研究所

对标人保财险、平安财险，2017年太保财险承保利润贡献度仅18%，远低于人保财险的34%和平安财险的38%，投资收益占税前利润比例为88%，人保财险和平安财险分别为58%、57%。因此太保财险的净利润很大程度上依赖于投资端的表现，但是投资收益率受市场波动影响较大，导致太保财险的盈利能力尚不够稳定。

图34. 2017年主要财险公司税前利润结构



数据来源：公司公告、万联证券研究所

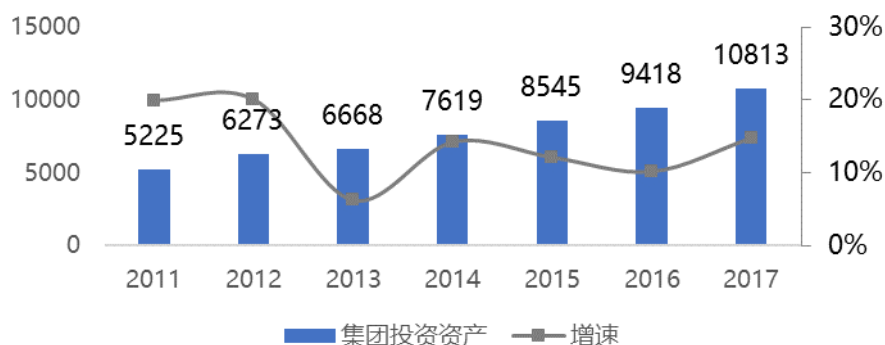
2.3 资产管理业务：投资风格稳健，第三方管理资产快速增长

2.3.1 集团投资资产突破万亿，权益类资产占比相对较低

得益于保险业务板块持续的保费流入，中国太保总投资资产持续稳定增长，

2017年首次突破万亿，达到10813亿元。

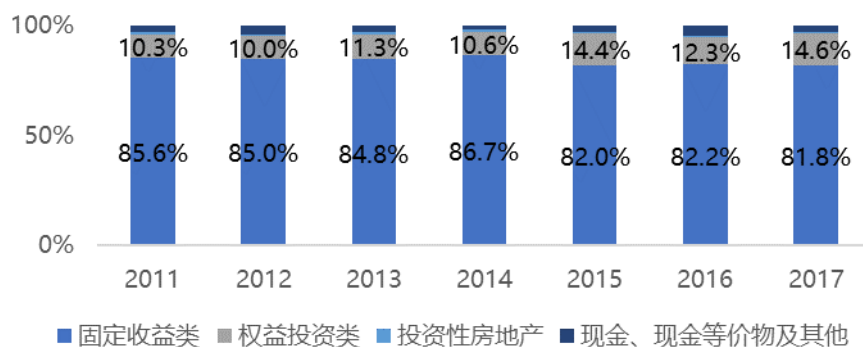
图35. 中国太保投资资产及增速



数据来源：公司公告、万联证券研究所

从资产配置看，投资风格相对稳健，固定收益类资产占比近三年略有下降，但始终保持在80%以上，权益类投资不超过15%，远低于监管上限，2017年末股票占比仅5.5%，在上市同业中最低。

图36. 中国太保投资资产配置情况

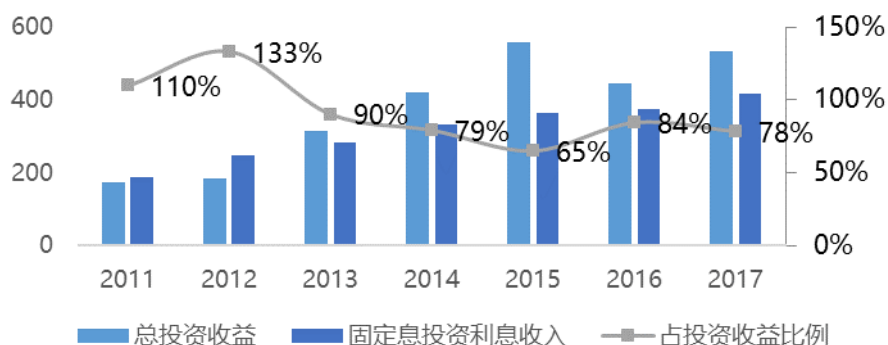


数据来源：公司公告、万联证券研究所

2.3.2 固定息投资收益贡献较高，投资收益率稳定

由于固定收益类资产占比始终保持在80%以上，中国太保固定息投资利息收入占总投资收益的比例保持在较高水平，除2015年受权益市场表现较好影响占比较低外，近几年投资收益贡献均保持在80%左右。

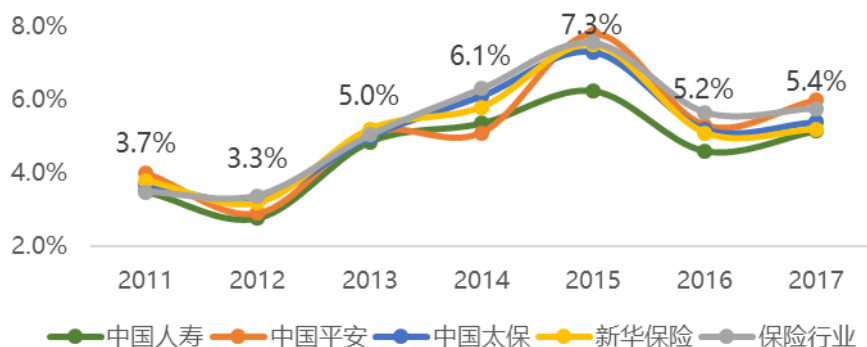
图37. 中国太保固定息投资利息收入及占比



数据来源：公司公告、万联证券研究所

同时由于太保在股票市场的配置比例上市同业最低,导致总投资收益率较为稳定,波动相对较小,能够更好的满足保险负债长期稳定的收益率要求。从2011-2017年数据看,太保寿险投资收益率与行业收益率趋势基本保持一致,在主要同业中处于中游水平。

图38. 主要上市公司投资收益率



数据来源：公司公告、万联证券研究所

2.3.3 第三方管理资产快速增长，管理费收入贡献利润

近年来,中国太保通过旗下太保资产和长江养老积极拓展第三方资产管理业务,成绩显著。第三方管理资产在2013-2015年连续三年增速超过50%,2016年起增速有所下降,2017年太保资产受到市场环境变化影响第三方资产管理规模出现下滑,使得总体增速降至14.8%,第三方管理资产规模增长至3372亿元。第三方管理费收入增长趋势与资产管理规模基本保持一致,2012年仅

有1.29亿元，2017年达到9.61亿元，年均复合增速近50%。从利润贡献看，太保资产和长江养老在2017年合计贡献净利润4.38亿元。

图39. 中国太保第三方管理资产及增速

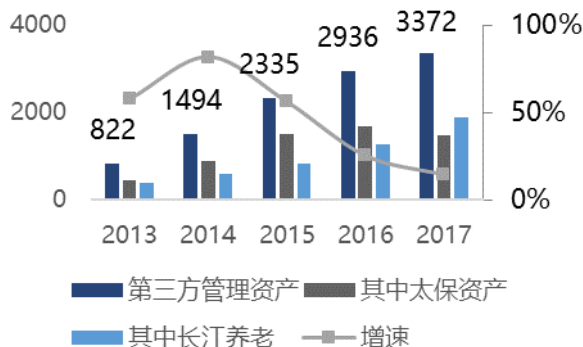
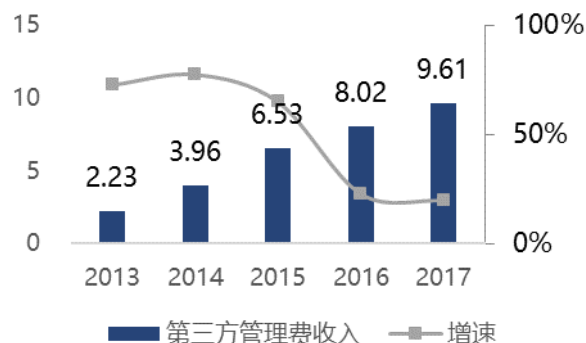


图40. 中国太保第三方管理费收入



数据来源：公司公告、万联证券研究所

数据来源：公司公告、万联证券研究所

2.4 积极布局健康养老业务，延伸保险产业链

中国太保在保持太保寿险、太保财险市场地位的同时，也加强健康养老产业的布局。2014年，中国太保和安联集团共同组建的太保安联健康正式成立，太保安联健康致力于打造太保集团的商业健康险产品研发、运营风控和健康服务平台，面向国内中高端人群提供专业的健康险产品和健康管理等服务。2017年，太保安联健康险聚焦健康险经营的专业能力建设，深化集团内部资源共享，实现了业务的快速增长。全年实现保险业务及健康管理费收入12.59亿元，同比增长139.8%。

同时，中国太保还在2014年成立了太平洋保险养老产业投资管理有限责任公司，为有长期照料需求的中高端客户提供专业养老服务，按照“轻资产、重服务、城市型、可复制”的发展策略规划和推进以健康养生、康复护理为特色的养老服务业务模式。

3、行业发展趋势及展望

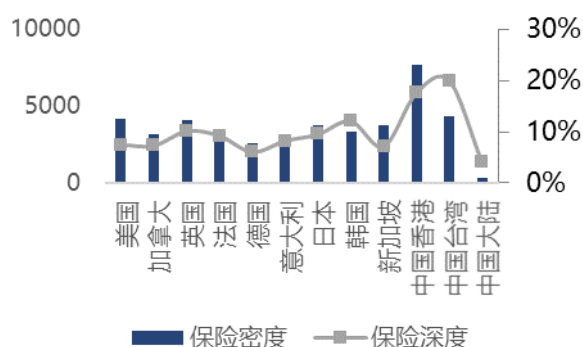
3.1 我国保险市场潜力巨大，保险保障需求远未被满足

2017年，我国原保费收入3.66万亿元，同比增长18%，远高于GDP增速6.9%，保险深度4.42%，保险密度2646元，较上年均有一定提升。但与欧美和亚太主要经济体相比，我国保险深度和密度仍有很大差距，瑞再数据显示，2016年我国大陆地区保险密度只有337美元，保险深度4.15%，远低于欧美主要经济体，也显著落后于日本、韩国、新加坡和我国香港和台湾地区，市场潜力巨大。

图41. 我国保险深度和保险密度



图42. 2016年主要经济体保险深度和保险密度



数据来源：Swiss Re、万联证券研究所

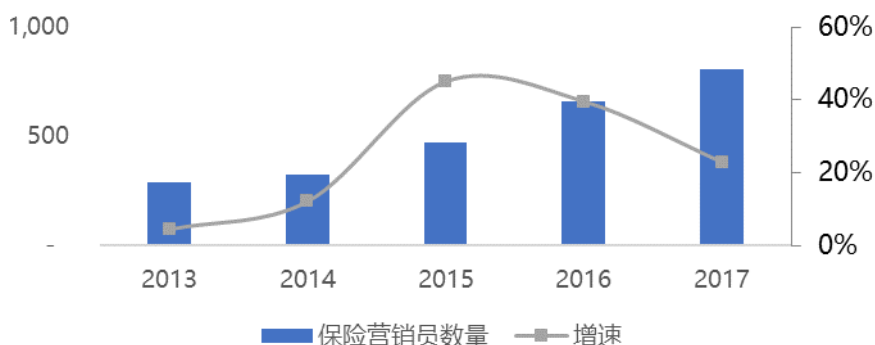
数据来源：Swiss Re、万联证券研究所

作为全球第二大经济体，我国2017年人均GDP已达到59660元，接近9000美元，且仍然保持中高速增长。随着人口老龄化逐步加剧，且人们对健康问题的关注度逐渐提升，未来人们对保险保障的需求将逐步释放。

3.2 寿险营销员增速放缓，寿险业发展进入提质增效阶段

2017年，保险营销员数量达到807万人，同比增长23%，但增速较2015、2016年明显下滑。2018年一季度受利率高位震荡及严监管影响，寿险公司开门红普遍不理想，营销员产能较去年同期明显下降，产能下降、收入增长受限的情况下，队伍留存是寿险公司的目前面临的重要挑战，预计2018年营销员增速将进一步下降。

图43. 保险行业营销员数量及增速



数据来源：保监会、万联证券研究所

队伍规模高速增长结束，效能提升则成为寿险公司业务发展的主要动力。特别是在储蓄型产品销售不佳的情况下，健康险等长期保障型业务是各大寿险公司主要的业务增长点，此类业务费用率充足、期限长、新业务价值率较高，有利于寿险公司长期持续发展，推动寿险业向高质量发展转型。但由于长期保障型产品件均保费普遍较低，且产品设计较为复杂，销售过程中需要营销员长时间的面对面沟通，消费者对健康险的接受程度也是一个循序渐进的过程，长期保障型业务虽然迎来了良好的历史发展机遇，预计将保持稳定的中高速增长趋势，但在营销员增速放缓的情况下，很难出现爆发式的增长。

3.3 车险费率改革持续推进，财险业机遇与挑战并存

车险盈利难度加大。3月15日，保监会印发《关于调整部分地区商业车险自主定价范围的通知》，在四川等七个地区首批实行车险三次费改，车险定价系数浮动范围进一步扩大。预计车险费率将继续下探，车均保费下滑叠加激烈的市场竞争导致的费用率高企，如果三次费改全面推开，车险盈利空间将被进一步压缩。

行业集中度将有所提升。车险是我国财险业保费和承保利润的最主要来源，费改持续推进将凸显规模效应的优势，大型公司得益于长期积累的渠道优势和逐步提升的精细化管理能力，成本相对可控，而中小险企则将面临成本不断推高、盈利更加困难的局面。从发达市场经验看，费率市场化改革导致综合成本率上升，部分中小险企经营难以为继，市场兼并和收购频发，经营能力和盈利能力更强的大公司将有望获得更多的市场份额。

3.4 利率高位震荡有利于投资端，准备金折现率拐点加速短期利润释放

今年以来，10年期国债收益率在3.5%-3.9%区间高位震荡，由于保险资金配置的固定收益类资产占比很高，这将有利于提升保险公司新增保费的净投资收益率，进而提升公司总体投资收益率。虽然利率上行对以公允价值计量的固收资产会带来不利影响，但该类资产在保险资金的配置中占比很低，影响

并不大。总体来看，目前利率水平有利于保险公司投资端。

图44. 750日移动平均10年期国债到期收益率趋势



数据来源：wind、万联证券研究所

寿险公司传统险准备金折现率是在750天移动平均国债收益率基础上加一定溢价，其拐点会滞后于基准收益率。随着国债收益率自2016年下半年开始上行，准备金折现率的拐点在2017年下半年已经出现，并将在2018年持续上行，预计全年上行幅度在10-15bp左右，这将释放部分准备金，增厚保险公司当期利润。

4、财务预测与估值

4.1 核心假设及财务预测

寿险方面，考虑到太保寿险近年来大个险转型效果显著，且2017年公司管理层还要求在前期转型成效的基础上，启动“转型2.0”，围绕客户需求，持续聚焦发展中的关键问题，实现高质量发展目标，我们认为太保寿险未来将继续保持良好发展趋势。特别在个险队伍上，太保寿险2018年准备将资源投入向存量人员倾斜，提升现有营销员收入和留存，同时加强增员选材，改善新人质量，推动存量强体，坚持有效新增，持续优化队伍结构。我们假设太保寿险个险队伍规模未来三年保持10%增长，个险人均产能受宏观环境和134号文影响在2018年略有下降，之后逐渐提升，业务结构和新业务价值率与2017年持平，投资收益率按照内含价值评估假设5%计算。

财险方面，2018年一季度保费收入增速加快，假设未来三年车险增速12%，非车险增速20%。

结合行业发展趋势、公司经营情况，以及我们对太保寿险、太保财险的关键假设，核心指标预测结果如下：

表3. 核心指标预测结果

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
新业务价值（亿元）	122	190	267	286	343	409
增速	39.5%	56.5%	40.3%	7.1%	19.9%	19.1%
内含价值（亿元）	2056	2459	2862	3327	3876	4524
增速	20.0%	19.6%	16.4%	16.3%	16.5%	16.7%
每股内含价值（元）	22.69	27.14	31.58	36.71	42.77	49.92
PEV	1.54	1.29	1.11	0.95	0.82	0.70
保费收入（亿元）	2033	2340	2816	3352	4001	4761
增速	6.0%	15.1%	20.4%	19.0%	19.4%	19.0%
归母净利润（亿元）	177	121	147	195	235	275
增速	60.4%	-32.0%	21.6%	33.0%	20.6%	16.8%
每股盈利（元）	1.96	1.33	1.62	2.15	2.59	3.03
PE	17.85	26.25	21.58	16.23	13.46	11.52
总资产（亿元）	9238	10207	11712	13388	15189	17093
总负债（亿元）	7882	8859	10301	11842	13491	15224
所有者权益（亿元）	1357	1348	1411	1546	1698	1869
归母所有者权益（亿元）	1333	1318	1375	1507	1654	1821
增速	13.8%	-1.2%	4.4%	9.6%	9.8%	10.1%
每股净资产（元）	14.71	14.54	15.17	16.63	18.26	20.10
PB	2.37	2.40	2.30	2.10	1.91	1.74

数据来源：wind、万联证券研究所

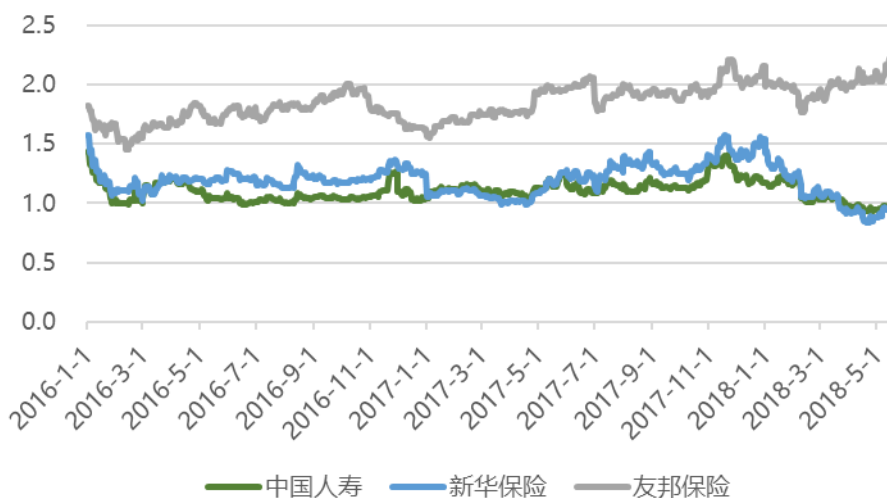
- **新业务价值:**受宏观环境和监管趋严影响,2018年新单期交增速不理想,新业务价值增速将明显放缓,但随着市场回暖和人力产能逐渐提升,2019-2020年新业务价值增速将有望维持在20%左右。
- **内含价值:**稳定的内含价值预期回报和新业务价值增速推动中国太保未来三年内含价值增速保持在15%-20%的较高水平。
- **净利润:**剩余边际的快速增长为公司利润稳定释放提供了基础,2018年准备金折现率持续上行也有利于短期利润加速释放,在投资收益稳定的前提下,中国太保未来三年净利润将保持较快增速。

4.2 公司估值与投资建议

- **寿险业务成长性较好享受高估值, 给予1.3-1.5倍PEV**

寿险公司主要采用PEV估值法,目前国内已经上市的纯寿险公司仅中国人寿和新华保险,从历史数据看,中国人寿和新华保险PEV倍数在1-1.5倍左右,2018年以来持续下行,目前仅1倍左右,市场估值明显偏低。在H股上市的友邦保险由于保障型业务占比高、业务价值增长快、持续盈利能力强,估值较高,近期PEV维持在2倍左右,明显高于国内寿险公司。

图45. 主要寿险公司PEV历史数据



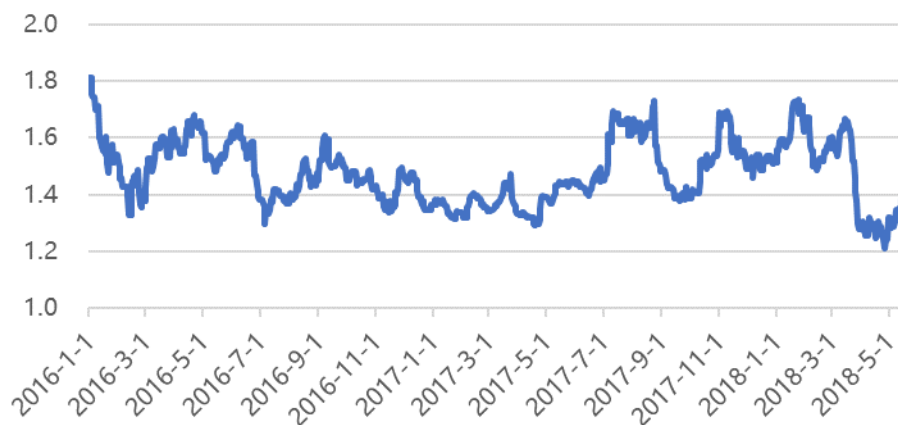
数据来源: wind、万联证券研究所

太保寿险近年来完成大个险转型之后,个险队伍规模迅速成长,销售能力也稳步提升,公司逐渐向平安寿险的方向发展。根据我们预测,公司新业务价值将保持中高速增长,推动内含价值增速保持在15%-20%左右。随着二季度保费增速逐渐改善,业务价值持续增长,利润加速释放,寿险公司估值有望修复至1.2-1.5倍PEV区间。由于太保寿险在销售队伍、业务结构、价值创造等方面较为突出,作为大型寿险公司的转型标杆,我们给予2018年1.3-1.5倍PEV,对应估值3300-3807亿元。

- **财险业务盈利能力有待提升, 给予1.2倍PB**

财险公司主要采用PB估值法，目前国内财险公司仅人保财险在H股上市，A股市场尚未有可比同业。人保财险盈利能力较强，过去三年ROE（22.44%、15.79%、15.69%）均保持在15%以上，从市场数据看，PB在1.2-1.6倍附近震荡。而太保财险综合成本率较人保财险高出较多，盈利能力有待进一步提升，过去三年ROE分别为17.3%、13.2%、10.6%，因此在估值上应低于人保财险，我们给予2018年1.2倍PB，对应估值为453亿元。

图46. 人保财险PB历史数据



数据来源：wind、万联证券研究所

■ 总体估值4164-4671亿元，每股目标价45.9-51.5元

中国太保的主要业务是寿险和财险，其他板块现阶段盈利能力有限，暂按1倍PB估值。

综合来看，在行业坚持回归保障、个险为王的背景下，我们看好已完成大个险转型的中国太保，在寿险大个险业务稳健增长、财险盈利能力逐步改善、投资收益保持稳定的前提假设下，中国太保2018年理论估值为4164-4671亿元，对应每股价格45.9-51.5元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表4. 合并资产负债表

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
资产：						
货币资金	95	153	117	167	170	202
交易性金融资产	222	272	162	271	259	318
买入返售金融资产	147	211	171	237	245	289
应收保费	50	66	85	92	107	119
应收利息	158	170	168	207	226	260
应收分保账款	31	57	78	82	97	107
应收分保未到期责任准备金	42	44	52	58	67	75
应收分保未决赔款准备金	64	66	67	82	90	103
应收分保寿险责任准备金	10	15	14	18	19	22
应收分保长期健康险责任准备金	68	77	93	104	119	133
保户质押贷款	196					

		278	386	403	479	527
可供出售金融资产	2,181	2,587	3,689	3,805	4,550	4,989
持有至到期投资	3,103	3,049	2,875	3,643	3,930	4,537
长期股权投资	3	2	53	31	52	49
存出资本保证金	59	61	66	77	86	98
固定资产	137	160	172	203	227	257
无形资产	11	12	15	17	20	22
商誉	10	10	10	12	13	15
独立账户资产	0	0	-	0	0	0
递延所得税资产	1	14	17	19	22	25
投资性房地产	63	87	87	107	117	134
定期存款	1,544	1,322	1,040	1,462	1,503	1,779
其他资产	1,044	1,496	2,296	2,293	2,790	3,034
资产总计	9,238	10,207	11,712	13,388	15,189	17,093
负债：						
卖出回购金融资产款	290	391	662	817	609	300
预收保费	173	223	212	83	186	158
应付手续费及佣金	28	35	39	46	51	58

应付分保账款	34	58	60	73	81	93
应付职工薪酬	28	39	47	53	61	68
应交税费	43	47	66	69	83	91
应付利息	3	4	3	4	5	5
应付赔付款	147	166	190	220	250	283
应付保单红利	190	217	244	281	320	361
保户储金及投资款	401	489	563	650	741	836
未到期责任准备金	397	411	442	513	590	672
未决赔款准备金	362	366	394	458	527	601
寿险责任准备金	5,234	5,898	6,818	7,796	8,974	10,396
长期健康险责任准备金	218	263	368	541	752	1,001
应付债券	195	115	40	46	52	59
独立账户负债	0	0	-	0	0	0
递延所得税负债	25	9	9	24	20	26
其他负债	114					

		128	142	167	189	214
负债合计	7,882	8,859	10,301	11,842	13,491	15,224
所有者权益(或股东权益)：						
股本	91	91	91	91	91	91
资本公积金	667	667	666	666	666	666
其它综合收益	85	40	15	25	35	45
盈余公积金	42	48	48	48	48	48
未分配利润	377	388	457	559	673	802
一般风险准备	71	84	98	118	142	170
归属于母公司所有者权益合计	1,333	1,318	1,375	1,507	1,654	1,821
少数股东权益	23	30	36	40	44	48
所有者权益合计	1,357	1,348	1,411	1,546	1,698	1,869
负债及股东权益总计	9,238	10,207	11,712	13,388	15,189	17,093

数据来源：wind、万联证券研究所

表5. 合并利润表

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,472	2,670	3,198	3,736	4,428	5,229
已赚保费	1,894	2,196	2,636	3,137	3,744	4,455
保费业务收入	2,033	2,340	2,816	3,352	4,001	4,761
其中：分保费收入	2	2	23	27	33	39
减：分出保费	134	136	158	188	224	267
提取未到期责任准备金	5	8	23	27	33	39
投资净收益	556	456	519	551	627	709
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0	0	1	1	1	1
公允价值变动净收益	1	-8	14	17	19	21
汇兑净收益	1	1	-1	-2	-2	-2
其他收益	-	-	0	0	0	0
其他业务收入	21	25	28	33	39	46
营业支出	2,230	2,509	2,988	3,456	4,090	4,835
退保金	252	135	102	119	140	164
赔付支出	842	912	948	1,113	1,303	1,530
减：摊回赔付支出	76	74	77	91	106	125
提取保险责任准备金	522	724	1,056	1,286	1,535	1,827
减：摊回保险责任准备金	11	17	16	20	23	28
保户红利支出	71	77	89	96	109	126
分保费用	0	0	3	-	-	-
税金及附加	66	29	10	11	13	16
手续费及佣金支出	250	352	473	460	550	654
管理费用	290	337	363	441	527	627
减：摊回分保费用	39	43	58	70	84	100
其他业务成本	61	65	88	101	117	133
资产减值损失	3	11	7	8	9	11
营业利润	242	161	210	280	338	395
加：营业外收入	2	2	2	2	2	2
减：营业外支出	1	2	1	1	1	1
利润总额	243	161	211	281	338	395
减：所得税	63	38	61	81	98	115
净利润	180	123	150	199	240	281
减：少数股东损益	3	2	3	4	5	6
归属于母公司所有者的净利润	177	121	147	195	235	275

数据来源：wind、万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

姓名： 缴文超

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883487 传真：021-60883484