

中国太保 (601601)

利润表现符合预期，寿险保费改善持续

投资要点：股市表现不佳的情况下，三季度单季归母净利润同比增长 1.0%，符合市场预期。寿险个险新单保费的同比降幅明显收窄，保费结构进一步优化，预计 3 季度单季保障险保费与 NBV 实现较快增长。我们长期看好太保寿险的转型前景，短期预计太保寿险下半年和 4 季度的 NBV 增速领先同业，维持“买入”评级。

主要业绩：前三季度归母净利润同比增长 16.4%，其中三季度单季同比增长 1.0%，利润增幅收窄主要源于投资收益率同比下降，以及产险业务所得税同比大增。1) 由于 3 季度股市表现不如去年同期，前三季度年化总投资收益率为 4.7%，较去年同期（估算为 5.3%）有所下降。2) 3 季度单季所得税同比增长 35%，主要源自产险业务手续费率上升导致不可税前抵扣的手续费规模显著增加。三季度末净资产 1430 亿元，较年中增长 3.0%，较年初增长 4.0%。展望未来，预计准备金少提将于 4 季度开始加速，产险手续费率有望下降将带来产险利润的明显改善，因此我们判断 2019 年利润将呈现出较高速增长。

寿险业务：3 季度单季个险新单保费基本同比持平，但我们预计保障险增速较高，单季 NBV 同比增速预计接近 10%。前三季度个险新单保费 396 亿元，同比减少 15.4%，其中三季度单季规模（103 亿元）同比仅略降 0.1%，边际改善明显。同时，我们预计个险新单中的保障险占比进一步提升，NBV Margin 上扬预计将导致 NBV 在 3 季度单季的同比增速接近 10%，全年 NBV 的同比降幅有望缩窄至 3% 以内。太保寿险在 2018 年加强代理人活动量及培训管理，严抓出勤，严格清虚，我们判断队伍的质态在改善，因此寿险业务的增长后劲更好。

产险业务：3 季度单季产险保费同比增长 9.3%，其中非车险保费同比大增 26.3%，保费增速较上半年有所下滑。银保监会进一步加强车险手续费率监管，7 月发布了《关于商业车险费率监管有关要求的通知》，规定“各财产保险公司应报送手续费的取值范围和使用规则”。若监管有效，手续费率下降将能对利润产生双重提升作用，即费用率下降+所得税减少。另外，责任险、农险、保证险发展均向好，预计保费增速与承保利润率均能维持在较高水平。

由于权益市场下跌，导致利润承压，太保前 3 季度净利润增速放缓，因此将盈利预测从 212、265、352 亿元下调至 179、243、287 亿元。太保正在全面实施战略转型 2.0，预计寿险下半年和未来长期的价值增长前景更优，预计公司 2018 年每股 EV 为 36.76 元，考虑到 2019 年开门红压力，适当调低 2019、2020 年 EV 预估，从 43.68、51.93 元下调至 43.09、50.65 元，给予 1.3 倍 2018PEV，维持目标价 47.79 元不变，维持“买入”评级。

风险提示：1) 行业保费增速低于预期；2) 股票市场大跌；3) 保障型产品价值率降低；4) 代理人规模增长不及预期。

证券研究报告
2018 年 10 月 28 日

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	35.90 元
目标价格	47.79 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)	225,692.53
流通 A 股市值(百万元)	225,692.53
每股净资产(元)	15.78
资产负债率(%)	88.58
一年内最高/最低(元)	49.12/29.10

作者

罗钻辉 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518060005
luozuanhui@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《中国太保-公司点评:健康人力稳健提升，下半年 NBV 增速有望领先市场》
2018-10-15
- 2 《中国太保-季报点评:利润增速亮眼，价值保费增长待人力发展政策见效》 2018-04-30
- 3 《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

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	267014	319809	363321	451438	579752
(+/-)YoY(%)	8.01%	19.77%	13.61%	24.25%	28.42%
净利润（百万元）	12057	14662	17940	24315	28669
(+/-)YoY(%)	-31.99%	21.61%	22.35%	35.54%	17.91%
EPS (元)	1.33	1.62	1.98	2.68	3.16
BVPS (元)	14.54	15.17	15.34	16.37	18.19
EV (元)	27.14	31.58	36.76	43.09	50.65
1YrNBV	2.10	2.95	2.89	3.32	3.82

资料来源: wind, 天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

财务预测摘要

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标 (元)						寿险保费	137362	175628	221204	289150	397770
每股收益	1.33	1.62	1.98	2.68	3.16	非寿险保费	96195	104614	114417	125942	139702
每股净资产	14.54	15.17	15.34	16.37	18.19	总保费及管理费收入	233557	280242	335621	415092	537472
每股内含价值	27.14	31.58	36.76	43.09	50.65	减：分出保费	13649	15784	19957	24434	30563
每股新业务价值	2.10	2.95	2.89	3.32	3.82	净保费收入	219908	264458	315664	390658	506909
						减：净提取未到期责任准备金	796	2306	3938	6613	9945
价值评估 (倍)						已赚保费	219112	262152	311726	384045	496964
P/E	26.98	22.19	18.13	13.38	11.35	投资收益	45630	51946	47092	61855	76906
P/B	2.47	2.37	2.34	2.19	1.97	营业收入	267014	319809	363321	451438	579752
P/EV	1.32	1.14	0.98	0.83	0.71	赔付及保户利益	185134	219582	251834	316376	416871
VNBX	4.17	1.47	-0.30	-2.16	-3.86	保险业务综合费用		79204	87130	102012	123895
						营业费用	250942	298786	338964	418388	540766
盈利能力指标 (%)						营业利润	16072	21023	24357	33050	38986
净投资收益率	5.40%	5.40%	4.90%	5.20%	5.20%	税前利润	16085	21102	24457	33150	39086
总投资收益率	5.20%	5.40%	4.80%	5.35%	5.34%	所得税	3801	6111	6114	8287	9771
净资产收益率	9.15%	10.66%	12.90%	16.40%	17.39%	归属于母公司股东的净利润	12057	14662	17940	24315	28669
总资产收益率	1.18%	1.25%	1.40%	1.66%	1.67%	少数股东损益	227	329	404	547	645
财险综合成本率	99.20%	98.80%	98.70%	98.60%	98.60%						
财险赔付率	61.20%	59.90%	60.50%	60.40%	60.40%						
财险费用率	38.00%	38.90%	38.20%	38.20%	38.20%						
盈利增长 (%)						资产负债表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润增长率	-31.99%	21.61%	22.35%	35.54%	17.91%	现金及存款投资	147483	115649	153142	170445	201625
内含价值增长率	19.61%	16.36%	16.41%	17.22%	17.55%	债权投资	610356	748780	822812	947813	1121194
新业务价值增长率	56.46%	40.34%	-2.00%	15.00%	15.00%	股权投资	88548	129397	120970	141674	167590
						其他投资	95373	87456	90223	103631	122588
偿付能力充足率 (%)						总资产	941760	1081282	1187148	1363563	1612997
偿付能力充足率 (集团)	294%	284%	290%	285%	285%	分保资产	20141	22575	23700	23800	23900
偿付能力充足率 (寿险)	257%	245%	250%	240%	240%	其他资产	58791	67367	71246	76371	83578
偿付能力充足率 (产险)	296%	267%	280%	270%	260%	资产总计	1020692	1171224	1282094	1463734	1720475
						保险合同负债	693826	802239	930427	1102578	1342318
内含价值 (百万元)						投资合同负债	48855	56343	52000	52000	52000
调整后净资产	144,651	151,755	169,966	190,361	213,205	次级债	11498	3999	3000	3000	3000
有效业务价值	101,288	134,414	163,152	200,128	245,812	其他负债	131750	167524	154000	154000	154000
内含价值	245,939	286,169	333,117	390,489	459,017	负债总计	885929	1030105	1139427	1311578	1551318
一年新业务价值	19,041	26,723	26,189	30,117	34,634	实收资本	9062	9062	9062	9062	9062
核心内含价值回报率 (%)	17.70%	20.36%	17.85%	17.64%	17.42%	归属于母公司股东权益	131764	137498	139045	148305	164875
						少数股东权益	2999	3621	3622	3852	4283
寿险新业务保费 (百万)						负债和所有者权益合计	1020692	1171224	1282094	1463734	1720475
短险和趸缴新单保费	1,512	2,401	3,453	4,571	5,719						
期缴新单保费	35,881	47,083	38,608	41,697	47,951						
新业务合计	37,393	49,484	42,061	46,268	53,670						
新业务保费增长率 (%)	1.97%	32.33%	-15.00%	10.00%	16.00%						
标准保费	36032	47323	38953	42154	48523						
标准保费增长率 (%)	0.00%	0.00%	-17.69%	8.22%	15.11%						

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