

2019年3月26日

廖晨凯

C0069@capital.com.tw

A/H 目标价(RMB/HK\$) 40.0/40.0

公司基本资讯

产业别	非银金融
A 股价(2019/3/25)	32.91
上证指数(2019/3/25)	3043.03
股价 12 个月高/低	37.96/27.05
总发行股数(百万)	9062.00
A 股数(百万)	6286.70
A 市值(亿元)	2068.95
主要股东	香港中央结算(代理人)有限公司(30.60%)
每股净值(元)	16.51
股价/账面净值	1.99
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-10.6 14.4 -14.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2018-10-30	33.62	买入

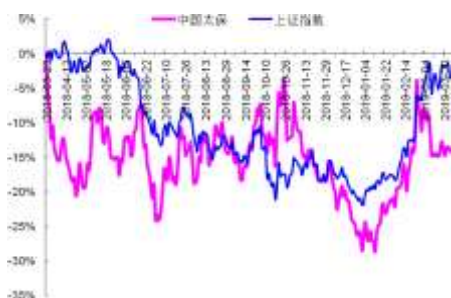
产品组合

保险	84.6%
产险	14.5%
其他	0.9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	6.7%
一般法人	68.3%

股价相对大盘走势



中国太保(601601.SH/2601.HK)

Buy 买入

年报点评：专注主业，新业务价值实现正增长

结论与建议：

中国太保2018年实现营收3544亿，YOY增10.8%，实现净利108亿，YOY增22.9%。从保费数据上来看，寿险在续期的拉动下实现两成的增长，在加码保障险背景下新业务价值率进一步提升。产险主要受非车险较快增长拉动也增长近两成。从投资业绩方面来看，公司在利率高点加大对固收类资产配置，受权益市场波动投资收益率有所下滑。公司专注保险主业，且通过转型进行结构优化，我们看好公司较好的成长性，目前估值较低，维持“买入”的投资建议。

■ **4Q2018 内含价值已达 3361 亿，YOY 增 17.5%：**中国太保 2018 年实现营收 3544 亿，YOY 增 10.8%，实现净利 180 亿，YOY 增 22.9%。4Q2018 公司内含价值已达 3361 亿，YOY 增 17.5%，实现近两成的增长。

■ **加码保障型产品，新业务价值率提升：**从保费端来看，寿险保费录得 2024 亿，YOY 增 15.3%，实现较快增长。公司加码长期保障险产品，长期保障型首年年化新保在总年化新保中占比提升 7.4pct 至 49.1%。在此背景下，新业务价值率不断提高，从 2017 年的 39.4%提升至 2018 年的 43.7%，带来新业务价值 1.5%的正增长（尤其是在 2018 年下半年，叠加新单逐渐恢复，下半年新业务价值 YOY 增 55.2%）。人力方面，营销员控量提质，月均营销员 YOY 降 3.1%至 85 万，不过保险营销员月人均首年佣金 YOY 增 6.5%，月均绩优人力 YOY 增 14.6%。我们相信，未来寿险营销员纯规模驱动或称为历史，未来更多的将是营销员素质的提升。

■ **非车险增长较快，成本端优化：**产险保费 1178 亿，YOY 增 12.6%，非车险增长迅速，YOY 增 30.8%至 298 亿，在总保费中占比提升 3.5pct 至 25.3%，车险在汽车销售疲软的背景下实现 7.5%的稳健增长。产险方面，我们看到成本端有所优化，综合成本率 YOY 降 0.4pct 至 98.4%，主要源于赔付端优化。

■ **投资收益率有所下滑，在利率高点配置较多固收类资产：**从投资端来看，2018 年全年太保总投资收益率录得 4.6%，YOY 降 0.8pct，主要源于权益市场波动，净投资收益率 4.9%，YOY 下降 0.5pct。在资产配置方面，公司权益类资产保持低配，在利率相对高点加大固收类资产配置，包括债券、银行协议存款及各类非标。

■ **盈利预测及投资建议：**太保寿险方面，我们认为监管背景下太保寿险本身专注于偏长期、偏保障保险产品，其竞争优势将更加明显。产险方面，预计在非车险的带动下，依旧能实现较快增长，且在报行合一的背景下费用率有望降低。公司专注保险主业，且通过结构优化推动价值较快增长。我们预计公司 2019、2020 年盈利 239 亿，304 亿，目前股价对应 2019、2020 年 PEV 为 0.75X、0.64X，估值较低，维持“买入”的投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018	2019E	2020E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	12,057	14,662	18,019	23,886	30,430
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.33	1.62	1.99	2.64	3.36
A 股市盈率 (P/E)	X	24.74	20.3	16.5	12.5	9.8
每股净资产 (BVPS)	RMB 元	14.54	15.17	16.51	19.14	22.50
A 股市净率 (P/B)	X	2.26	2.17	1.99	1.72	1.46
每股内含价值 (EVPS)	RMB 元	27.1	31.6	37.1	43.7	51.5
P/EV	X	1.21	1.04	0.89	0.75	0.64
股利 (DPS)	RMB 元	0.7	0.8	1.0	1.2	1.3
股息率 (Yield)	%	2.59%	2.36%	3.04%	3.49%	4.02%

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一: 合并损益表

百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	267,014	319,809	354,363	409,817	463,241
已赚保费	219,573	263,554	299,724	340,486	387,133
投资收益	45,630	51,946	53,477	66,108	72,863
营业支出	250,942	298,786	326,108	376,299	421,567
退保金	13,538	10,168	12,641	14,480	13,259
赔付支出	91,238	94,786	107,216	126,603	148,541
提取保险责任准备金	72,368	105,558	105,078	110,774	126,867
保单红利	7,735	8,946	11,263	14,206	14,203
保险手续费及佣金支出	35,166	47,281	56,251	68,097	77,427
净利润	12,057	14,662	18,019	23,886	30,430

附二: 合并资产负债表

百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E
总投资资产	793,469	1,072,555	1,224,680	1,299,831	1,379,593
资产合计	1,020,692	1,171,224	1,335,959	1,428,385	1,516,036
保险责任准备金	652,702	757,992	824,336	1,030,065	1,103,739
卖出回购金融资产款	39,104	66,243	75,075	91,103	95,241
应付债券	11,498	3,999	13,985	16,971	17,742
负债合计	885,929	1,030,105	1,181,911	1,250,020	1,306,808
股本	9,062	9,062	9,062	9,062	9,062
股东权益总额	134,763	141,119	154,048	178,365	209,228
负债和所有者权益总计	1,020,692	1,171,224	1,335,959	1,428,385	1,516,036

附三: 合并现金流量表

百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E
经营活动产生的现金流量净额	63,137	86,051	89,449	79,546	85,015
投资活动产生的现金流量净额	-43,969	-104,209	-91,748	-80,975	-92,311
筹资活动产生的现金流量净额	-7,085	10,629	11,554	5,033	9,072
现金及现金等价物净增加额	12,204	-7,609	9,335	4,643	2,123

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户, 或代他人之户买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。