

中国太保 (601601)

寿险依然是公司 2015 年亮点

2015 年 1 月 16 日

事项:

我们于 2015 年 1 月 13 日邀请中国太保投关部潘峰总与投资者电话会交流。

观点:

- ❖ **投资: 2015 年权益谨慎, 重点配置非标。**公司 2015 年会继续关注以不动产和基建为主的债权投资计划。权益的配置会比较谨慎, 大幅提升可能性比较小, 密切关注企业经营基本面的情况。
- ❖ **寿险: 开门红人力和新单保费保持快速增长。**
 - ①**2015 年开门红实现高增长。**截止 1 月 4 日, 营销渠道新保保费超过 30 亿, 同比增长 110%。
 - ②**人力队伍维持较快增长。**截止 2014 年 11 月, 月均人力达 31.6 万人, 同比增长 11.3%。健康人力增速达 15% 以上, 高于总人力增长。开门红期间时点人力更达 40 万左右。
- ❖ **产险: 控量保价, 2015 年有望恢复承保盈利。**预计 2015 年行业保费还会保持 15-16% 的增速。太保产险的预算增速低于行业 2-3 个百分点, 目的是预留足够的空间来改善承保盈利。
- ❖ **政策: 有望受益于健康险和养老险的税收支持政策。**两项政策都是非常好的行业催化剂, 但出台时间尚不明朗。根据初期测算, 养老险税延政策将增加上海市场保费 50 至 70 亿。从健康险来看, 预计可能会先提升企业购买的补充医疗保险的免税额度, 至于个人购买税前抵扣或税收递延还需要时间。
- ❖ **2015 年 1.45 倍 P/EV, 维持“增持”。**受累产险承保亏损压力, 太保去年 11 月以来涨幅最小, 与人寿、新华估值差距明显加大。目前股价隐含的 2015 年 P/EV 仅为 1.45 倍, 寿险新业务价值增长确定, 股价有补涨空间, 维持“增持”评级。
- ❖ **催化剂: 健康和养老税收政策带来保费增量; 偿付能力二代改革带来资本增量, 提高公司杠杆空间; 股市上涨带来投资弹性。**
- ❖ **风险因素: 经济下行, 信用风险暴露; 股市、利率大幅下行; 分红险、万能险预定利率改革。**

公司盈利预测及估值

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
估值 (倍)					
NBM	24.32	21.66	14.18	10.26	6.47
P/EV	2.25	2.11	1.66	1.45	1.27
PE	59.88	32.83	24.72	21.10	18.67
PB	3.16	3.07	2.38	2.13	1.90
每股数据 (元)					
NBEVPS	0.77	0.81	0.94	1.01	1.10
EVPS	14.93	15.93	20.25	23.14	26.44
EPS	0.56	1.02	1.36	1.59	1.80
BVPS	7.82	7.80	9.66	10.80	12.10

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2015 年 1 月 15 日收盘价,



增持 (维持)

当前价: 33.55 元

中信证券研究部

邵子钦

电话: 0755-23835408

邮件: shaoziqin@citics.com

执业证书编号: S1010513110004

童成墩

电话: 0755-23835416

邮件: tongchengdun@citics.com

执业证书编号: S1010513110006

田良

电话: 0755-23835415

邮件: tianliang@citics.com

执业证书编号: S1010513110005

相对指数表现



资料来源: 中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	3502.42 点
总股本/流通股本	9062 / 6286.7 百万股
近 12 月最高/最低价	33.55 元 / 15.08 元
近 1 月绝对涨幅	36.74%
近 6 月绝对涨幅	89.82%
今年以来绝对涨幅	3.87%
12 个月日均成交额	766.38 百万元

相关研究

1. 中国太保 (601601) 2014 年三季度报点评—新业务价值增速继续领先同行 (2014-10-27)
2. 中国太保 (601601) 2014 年中报报点评—一个险增长市场领先, 产险盈利继续恶化 (2014-08-25)
- 3.
- 4.

投资：权益谨慎，重点仍是非标

1.在低利率的大环境下，2015 年中国太保的资产配置思路，具体到权益资产、非标资产、债券、存款等几大类资产看法？

2014 年资产配置和同业大致相当，主要配置是固定收益。截至去年 11 月末，太保 86% 以上的投资资产集中在固定收益类资产，权益类资产占比不到 11%。去年下半年以来债市股市双双回升，帮助太保的净值增长率和会计收益率相比上半年有明显回升。投资收益率与行业水平相当。

2014 年大类资产配置是根据公司长期战略资产配置的指引下完成的。在过去两年市场利率比较高的环境下，固定收益类投资能够比较好的覆盖负债成本，是配置重点。这符合太保一直奉行的降低波动与风险、追求长期稳定收益的原则。2015 年策略会和 2014 年基本保持一致，当中会对一些子项目的配置进行优化，以及考虑一些新的配置方向。

短期看，公司 2015 年会继续关注以不动产和基建为主的债权投资计划，将占到非标类资产投资 70%左右。2014 年非标资产类投资占总投资的 9.8%，而行业是 13%的水平，所以未来在风险可控的情况下会找一些好的项目来推动非标资产的投资。

长期看，主要还是配置国债等利率债。

权益的配置会比较谨慎，大幅提升可能性比较小。会密切关注市场的变化，特别关注企业经营基本面的情况。

政策：受益养老和健康险税收政策

1、公司对于养老险和健康险税收政策进展的预判？

两项政策都是非常好的行业催化剂，但出台时间目前尚不明朗。根据初期测算，养老险税延政策将增加上海市场保费 50 至 70 亿。长期会推动整个行业的发展，美国的养老保险产品保费占总体保费的 40%以上，而中国占比还很低。从健康险来看，税收优惠政策的推出时间还存在较大的不确定性。预计可能会先提升企业购买的补充医疗保险的免税额度，至于个人购买税前抵扣或税收递延还需要时间。

2、商业车险定价改革的进展及对公司和行业的影响？

监管部门今年有可能会推出商业车险的费率改革，或于 4 月份在一些地区试点。从国际经验来看，在推出费率改革的短期内会存在激烈竞争，导致行业整体盈利水平下降，但长期有利于行业的健康发展。现在人保、平安、太保的条款除了在细微的责任和文字表述上稍有不同，在保障范围、费率结构、费率水平等方面基本一致，无法进行差异化竞争。未来的改革会给与保险公司更多的空间，比如在费率方面是由“基准的纯风险保费”+“附加费用”+“费率调整系数”，而条款本身也会以示范性条款为主，创新性条款作为补充。

此外，这次改革的突破点是恢复以车定价。目前在制订基准纯风险保费时，主要还是以汽车购置价、车龄、和座位数为核心，并没有采取通行的车型定价模式。在新的改革中，行业协会也正在开展“车型名称标准数据库”的建设，以便在行业内统一车型名称、研究车型风险等级和定价。预计 4 月开始试点，运行半年，2015 年底就可推行全国。这样的改革长

期会改变市场的低效率同质化的竞争状态，有利于太保、人保、平安等数据健全，挖掘分析能力强且有条件推出多元化差异化定价产品的公司。

3、太保是否推动国企改革、员工激励方案？

太保的股权结构非常分散。第一大股东是宝钢和它的一致行动人，占比 16%。公司的治理结构比较完善比较市场化。股权激励和员工持股方面，在平安推出后开始关注。政策仍不明朗，正在认真积极的研究中。

承保：寿险价值增长确定，产险控量保价

1、2014 年太保寿险、产险业务情况？

寿险：新业务价值增速领先同行。2014 年上半年新业务价值增速达 23%，个险新单增长 27.3%，在同业中领先。2014 年全年经营结果超预期，营销渠道的新保保费增长 20%左右。由于银行渠道在一季度后停止了高现价产品，因此银保新保保费降幅达 30%以上。寿险的价值创造源于营销渠道，未来依旧是发展重点。

产险：2014 年承保可能亏损。近两年综合成本率持续上升，公司在 2014 年采取了更保守的准备金提取原则，因此 2014 年能否实现承保盈利存在较大不确定性。

2、2015 年寿险“开门红”情况？

保费：2015 年寿险“开门红”表现不错。截止 1 月 4 日，营销渠道新保保费超过 30 亿，同比增长 110%。一般来说，“开门红”期间应完成全年业务的 30-40%。如此好的开端为全年业务的发展打下了比较好的基础。究其原因，主要是归功于公司从去年 11 月份开始谋划和准备。

人力：增长势头良好。14 年 11 月末的数据显示月均人力达 31.6 万人，同比增长 11.3%。同时队伍结构也实现优化，健康人力增速达 15%以上，高于总人力增长。开门红期间，时点人力更达 40 万左右。这为实现“开门红”的目标打下了坚实基础。

客户：重视对客户的持续经营。去年开始公司的发展模式发生了一些变化，从过去主要依赖营销员获取新客户实现一次性销售，转为了对客户进行持续开发与持续经营。比如，公司针对客户的真实需求在 8 月份推出了长期综合意外险，虽然件均不高，但获取了较多有效客户。之后通过客户开发，实现了长期储蓄型和风险保障型的分红类产品销售，增加了客户的黏度和接受度。

产品：长期储蓄型为主。今年“开门红”和以往一样，更加侧重推动长期储蓄型产品，且根据不同的客户需求，推出不同的产品组合。

3、2015 年太保产险业务策略？

产险仍然靠车险拉动，预计 2015 年行业保费还会保持 15-16%的增速。太保产险的预算增速要低于行业 2-3 个百分点，目的是预留足够的空间来改善承保盈利。2014 年综合成本率能否控制在 100%以下有很大的不确定性，但管理层有信心和决心在 2015 年把综合成本率控制在 100%以下。因此，现在太保产险把成本管控和业务优化当作首要任务，适当下调了保费增速的预算，为改善承保盈利留出空间。

4、从总保费、退保和给付等因素综合来看，2015 年寿险经营性现金流情况？

总保费：太保寿险保费增速低于行业增速。截至 2014 年 11 月，寿险行业增速在 17%，而太保是 5%。主要由于太保聚焦营销渠道，高现金价值产品销售比较少，这对保费增速有较大拖累。

退保：退保率上升，退保金上半年同比增长 68%，退保大幅增加是整个行业的共同挑战。由于之前银行渠道销售了一些趸缴或简单期缴产品，收益率达不到客户的需求，所以 85% 的退保金是来自银行渠道。经过内部测算，今年退保数据和去年基本一致。

继续率：近几年太保的策略是聚焦营销渠道，业务质量稳定。继续率的下降是受退保的拖累。个险整体稳定，13 个月的个人寿险继续率在 90% 左右，同比仅有 0.5% 的下滑。

满期给付：比去年有所增加，大约 150 亿左右。

5、太保在农业保险、健康险、第三方资产管理等新业务的进展？

农险：近期收购上海安信农业保险公司，保费规模四个亿左右。合并之后公司去年前 11 个月实现农险收益 13 亿，其中安信贡献 4 个亿。虽然 2014 年增速很快，但仅占全国农险份额的 4.32%，与人保 55% 的份额差距巨大。公司去年调整了业务结构，农险未来将和车险、非车险并列为公司重点发展的领域。公司将凭借自身的网点优势和地域分部优势，整合安信农险的技术和人才资源提前布局，积极推动农险业务的发展。

健康险：与安联保险合作，成立了合资公司，该公司定位为太保集团健康险业务的产品开发技术中心。从节约成本的角度考虑，初期销售会依赖于子公司或其他渠道，如寿险和产险等，通过贴牌销售或交叉销售实现业务发展。主要产品是针对高净值客户设计的 10 年期以下的定期产品，不会和已有寿险发生冲突。从去年前 11 个月的保费数据来看，健康险的发展速度在 40% 以上，远高于寿险 16% 的平均增速，未来潜力巨大。

第三方资管：第三方资产管理业务处于起步阶段，主要还是以服务保险主业为核心任务。去年资管的规模达到 8600 亿，其中 7560 亿是内部委托的资产，1000 亿来自第三方委托。第三方资管分为两部分，其中大约 440 亿是由太保控股 51% 的长江养老委托管理的资产，剩余部分是太保资管公司通过发行债权计划和资管产品等所管理的第三方资产。公司长期希望能够在未来实现“双轮驱动”，靠传统保险业务以及资产管理业务实现公司可持续发展。目前两块业务体量并不平衡，需在未来提高资产管理的能力，更好的来吸引第三方资产。

6、互联网保险的布局 and 规划？

正在积极布局，依靠互联网来发展各项业务。太保现有一个在线子公司，整合了公司产寿险的电销和网销业务，以便形成合力，推动保险业务和互联网的合作。最近公司申请了第三方支付牌照，目的也是为了更好发展互联网金融。在产品方面，车险和意外险较为简单，非常适合放在网上销售。公司判断未来车联网的兴起会对产险的发展格局和定价产生重大影响，虽然现在车联网还没有铺开，但是公司正在匹配专门的资源和队伍积极探索车联网与业务的结合。预计未来保监会会推出车险的定价改革，公司以后会根据不同的风险特点，推出有针对性的差异化的价格，更好的监控和管理赔付成本。

寿险业务和互联网结合方面，目前销量较低。寿险业务的核心能力还是要依靠营销员，长期型或复杂产品很难通过互联网销售。一些规模小的同业会通过互联网销售高收益率的投资型产品，但是对于太保这样侧重风险保障型以及长期储蓄型产品的大型上市公司来说，主要还是通过营销员去介绍产品。但是未来会探索，通过互联网的设备与技术，来推动产品的介绍与销售。

催化剂：

养老和健康保险税收政策带来保费增量；偿付能力二代改革带来资本增量，提高公司杠杆空间；股市上涨带来投资弹性。

风险因素：

经济下行，信用风险暴露；股市、利率大幅下行；分红险、万能险预定利率改革。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。