

强烈推荐-A (维持)

中国太保 601601.SH: 寿险重价值、产险控成本

目标估值: 无

当前股价: 22.3 元

2015 年 09 月 1 日

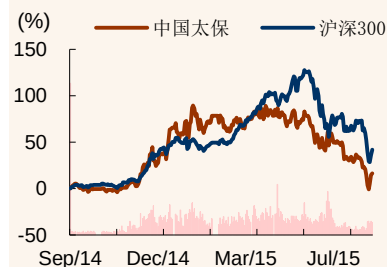
2015 年中期业绩报告点评

基础数据

上证综指	3232
总股本 (万股)	906200
已上市流通股 (万股)	628670
总市值 (亿元)	2021
流通市值 (亿元)	1402
每股净资产 (MRQ)	14.2
ROE (TTM)	12.0
资产负债率	85.6%
主要股东	华宝投资有限公司
主要股东持股比例	14.17%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	-35	19
相对表现	1	-28	-26



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中国太保 (601601) - 价值持续增长》2014-03-31
- 2、《中国太保 (601601) - 个险稳定增长, 结构改善》2013-10-30

洪锦屏

0755-82960071
hongjinping@cmschina.com.cn
S1090511030012

研究助理

谭卓

tanzhuo@cmschina.com.cn

特别鸣谢实习生陈根对此报告的贡献

中国太保集团上半年净利润 113 亿元, 每股收益 1.25 元, 同比增长 64.9%, 符合预期。太保正在寻求向品质和高价值业务的战略转向, 投资方面则趋于保守稳健。未来太保对于产险综合成本率的控制值得我们持续关注。

- 中国太保集团上半年净利润首次突破百亿, 达到 113 亿元, 同比增长 64.9%。这主要得益于集团保费收入和投资收益的大幅增加。集团实现每股收益 1.25 元, 同比增长 64.9%。
- 寿险方面, 太保的个险新单贡献价值, 保单继续率上升, 退保率下降。集团上半年实现寿险业务收入 625 亿元, 同比增长 3.8%。推动集团寿险业务价值增长的主要是高价值率的个人业务。公司实施的以客户需求为导向的战略转型取得了盈利上的确认。从产品结构来看, 太保仍然延续了分红险一险独大的格局。分红险占比较上年末进一步提升, 达到 75%。
- 上半年集团在财险方面最大的亮点在于综合成本率的下降。2015 年上半年, 太保产险实现产险业务收入 483.80 亿元, 同比增长 0.4%。车险业务占到总体的 76%。太保财险的综合成本率较 2014 年全年水平下降 4.3%, 降至 99.5%, 但赔付率还略有上升, 公司依靠压缩费用实现了综合成本率的回落。分结构来看车险综合成本率 98.4%, 非车险虽然回落 7.7 个百分点还是高达 104.9%。虽然有改善迹象, 但太保财险在赔付率以及非车险业务上的还存在压力。
- 上半年太保投资收益较高, 但总体偏稳健保守。集团投资资产实现总投资收益 318 亿元, 同比增长 121.1%, 年化总投资收益率为 6.6%, 年化净投资收益率为 4.9%, 净值增长率 8%。集团第三方管理资产 2,169.17 亿元, 较上年末增长 45.9%。期末权益类投资占比 14.5%, 处于较低水平。实现其他综合收益 48 亿元, 占投资收益的 15%。
- 我们预计 2015 年末每股内含价值 22.68 元, P/EV 0.98 倍, 每股收益 1.8 元, 对应 P/E 12.4 倍, P/B 1.5 倍。我们认为保险行业目前有很强的配置价值, 在市场预期不明确、波动较大的情况下, 保险公司业绩稳健、估值吸引, 同时由于保险公司的逆周期调节机制和强健的资产负债表, 可以加大配置。
- 风险提示: 权益类资产波动、保费增长低于预期

财务数据与估值

会计年度	2012	2013	2014	2015E	2016E
主营收入(百万元)	171,451	193,137	219,778	257,537	304,101
同比增长	8.6%	12.6%	13.8%	12.0%	12.0%
营业利润(百万元)	6,044	11,868	14,422	20,652	26,240
同比增长	-37.3%	96.4%	21.5%	15.0%	15.0%
净利润(百万元)	5,130	9,395	11,245	16,546	20,932
同比增长	-38.9%	83.1%	19.7%	46.3%	26.5%
每股收益(元)	0.56	1.02	1.22	1.80	2.27
PE	39.8	21.8	18.3	12.8	9.2
PB	2.1	2.0	1.7	1.5	1.2

资料来源: 公司数据、招商证券

一、太保上半年业务概览

中国太保集团上半年净利润首次突破百亿，达到 113 亿元，同比增长 64.9%。这主要得益于集团保费收入和投资收益的大幅增加。集团实现稀释每股收益 1.25 元，同比增长 64.9%。

集团每股净资产达到 14.19 元，较上年末增长 9.8%。营业收入达到 1,345 亿元，其中寿险业务收入 625 亿元，占比 46.4%；产险业务收入 484 亿元，占比 36.0%。

公司于 2015 年 7 月 10 日发布了分红派息公告，按上年股东大会通过的方案发动了每股 0.50 元的现金股利。

集团偿付能力充足率为 295%，其中太保寿险 225%，太保产险 201%，相较上年有了大幅提高。

表 1: 2015H 太保业务数据概览

	2014	2015H	增长
集团内含价值	171,294	193,866	13.2%
有效业务价值	74,064	84,152	13.6%
集团净资产	117,131	128,600	9.8%
寿险一年新业务价值	5,230	7,227	38.2%
寿险新业务价值率	21.0%	31.2%	10.2 pt
产险综合成本率	99.5%	99.5%	0.0%
投资资产净值增长率	5.3%	8.0%	2.7 pt

资料来源：公司数据、招商证券

二、寿险：个险新单贡献价值、退保下降

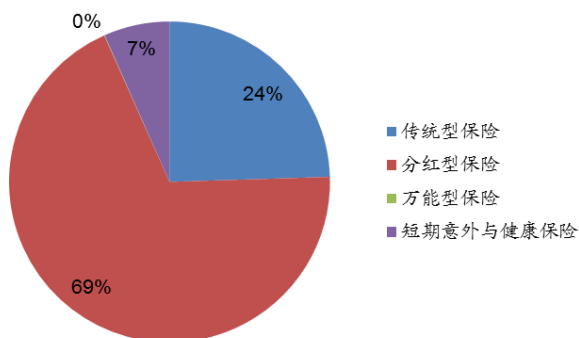
集团寿险业务持续增长，上半年实现寿险业务收入 625 亿元，同比增长 3.8%。其中，新保业务收入 202 亿元，同比下降 9.3%；续期业务收入 422 亿元，同比增长 11.4%。上半年新业务价值 72.27 亿元，同比增长 38.2%；新业务价值率 31.2%，同比提升 10.2 个百分点。寿险内含价值达 1,432 亿元，较上年末增长 13.9%。

推动集团寿险业务价值增长的主要是高价值率的个人业务。公司实施的以客户需求为导向的战略转型取得了盈利上的确认。上半年集团实现个人业务收入 519 亿元，同比增长 24.2%，占比从去年同期的 69.4% 上升至 83.1%。其中个人新保业务收入为 151 亿元，同比增长 33.6%。个人新业务价值 69 亿元，同比增长 45.1%，占比达到 95%。在老客户加保保费大幅增长的同时，集团也获取新客户 140 万人，同比增长 41.4%。

在个险的销售上，太保主要倚靠营销员渠道。2015 年上半年月均人力达到 41.5 万人，同比增长 29.7%；营销员每月人均首年保险业务收入 5,928 元，同比增长 3.6%。

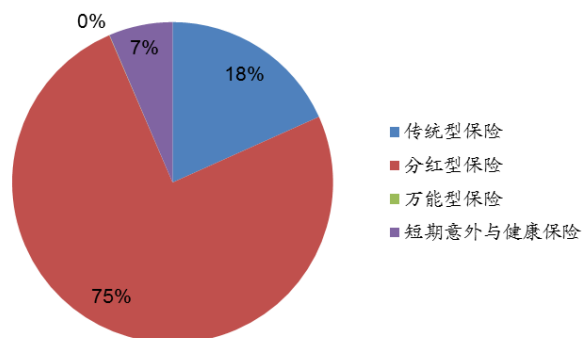
从产品结构来看，太保仍然延续了分红险一险独大的格局。分红险占比较上年末进一步提升，达到 75%。分红险业务收入同比增长 10.7%，意外险和健康险同比增长 14.9%。传统型保险与万能险的规模同比分别下降 19.6% 和 9.1%。

图 1: 2014 年太保寿险业务分布



资料来源：公司数据、招商证券

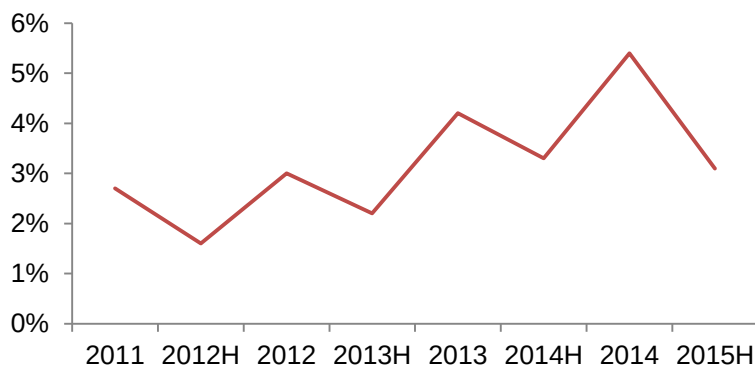
图 2: 2015H 太保寿险业务分布



资料来源：公司数据、招商证券

从保单继续率和退保率来看，太保的表现非常优异。上半年资本市场走势强劲，使得各家保险公司退保率出现大幅上升，但太保的退保率不升反降，从上年末的 5.4% 降至 3.1%。个险客户 13 个月和 25 个月保单继续率均上升 0.3 个百分点，分别达到 90.6% 和 86.7%。

图 3: 太保历年退保率回顾



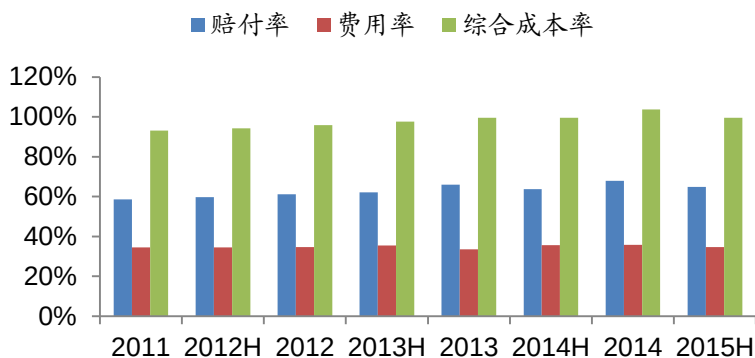
资料来源：招商证券

三、财险：综合成本率下降

2015 年上半年，太保产险实现产险业务收入 483.80 亿元，同比增长 0.4%。车险业务占到总体的 76%。

上半年集团在财险方面最大的亮点在于综合成本率的下降。太保财险的综合成本率较 2014 年全年水平下降 4.3%，降至 99.5%，但赔付率还略有上升，公司依靠压缩费用实现了综合成本率的回落。分结构来看车险综合成本率 98.4%，非车险虽然回落 7.7 个百分点还是高达 104.9%。虽然有改善迹象，但太保财险在赔付率以及非车险业务上的还存在压力。

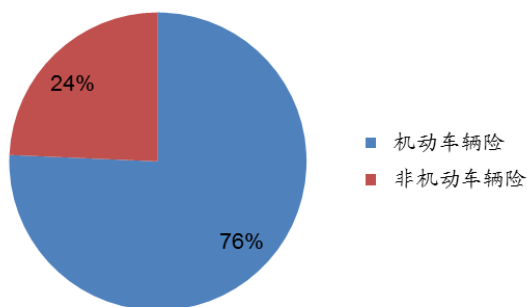
图 4: 太保历年综合成本率回顾



资料来源: 公司数据、招商证券

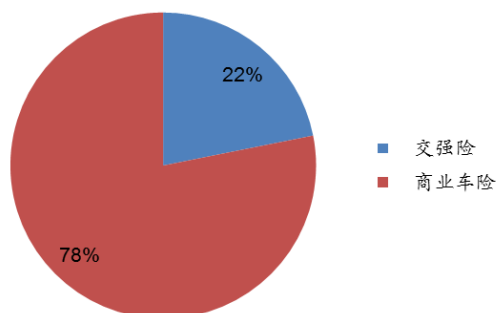
从险种来看, 车险仍是大头, 上半年实现车险业务收入 366 亿元, 同比增长 0.3%, 占保费收入的 75.7%。太保赔付率和综合成本率的下降与太保财险主动剔除亏损业务, 加强集约化管理不无关系。

图 5: 2015H 太保产险大类分布



资料来源: 公司数据、招商证券

图 6: 2015H 机动车辆险分布

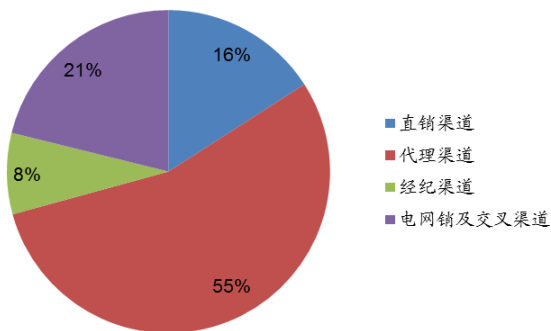


资料来源: 公司数据、招商证券

占财险保费总收入 2.2% 的货运险综合成本率为 86.0%，是财险中利润空间最大的险种。总占比约 22.1% 的企财险、责任险和意外险综合成本率均超过 100%，分别为 107.6%、117.8% 和 108.0%。太保财险未来如何控制这些业务的成本值得关注。

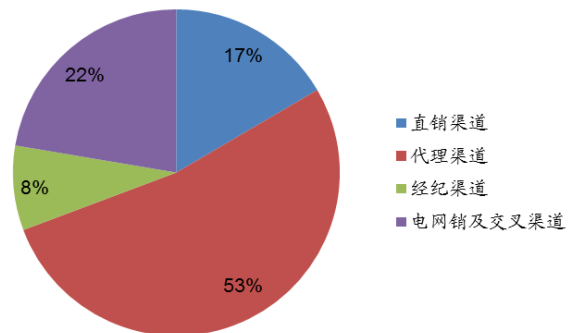
2015H 和 2014 年末的渠道分布基本保持稳定。营销员渠道占比下降 2 个百分点，直销渠道和电网销渠道占比各增加 1 个百分点，

图 7：2014 太保财险业务渠道分布



资料来源：公司数据、招商证券

图 8：2015H 太保财险业务渠道分布



资料来源：公司数据、招商证券

太保主要通过全资拥有的太保香港开展境外业务。截至 2015 年 6 月 30 日，太保香港总资产 8.1 亿元，净资产 3.3 亿元，上半年保险业务收入 2.2 亿元，综合成本率 85.9%，同比下降 3.8 个百分点，净利润 0.40 亿元。

四、资产管理

集团投资资产实现总投资收益 318 亿元，同比增长 121.1%，年化总投资收益率为 6.6%，同比提升 2.2 个百分点；年化净投资收益率为 4.9%，与去年持平；年化净值增长率达到 8.0%，同比上升 2.7 个百分点。考虑到上半年资本市场的强劲走势，而且太保上半年并未计提减值准备，太保在投资端的表现略低于预期。与其他已披露中报的保险公司相比，太保的年化总投资收益率较低。

表 2：上市保险公司投资收益率比较

	总投资收益率	净投资收益率
中国平安	7.70%	5.10%
中国人寿	9.06%	4.37%
新华保险	10.50%	4.80%
中国太保	6.60%	4.90%

资料来源：公司数据、招商证券

从投资结构来看，固定收益类的投资仍占比最大，为 82.5%，较上年末下降 4.2 个百分点。其中债券投资 50.5%，定期存款 20.8%。权益类为 14.5%，较上年末增加 3.9 个百分点。其中基金 6.1%，股票 4.3%。从投资目的来看，可供出售金融资产较上年末增长 23.7%，主要原因是公司增加了权益类投资及投资资产浮盈增加。相较其他保险公司，上半年太保动态配置权益投资的比重较小，投资方面依旧保持了保守稳健的风格。

表 3: 太保历年投资资产分布

	2013	占比	2014H	占比	2014	占比	2015H	占比
固定收益类	565,540	84.8%	643,261	85.0%	660,699	86.7%	694,714	82.5%
- 债券投资	373,254	56.0%	412,797	54.6%	420,281	55.2%	425,098	50.5%
- 定期存款	144,317	21.6%	163,688	21.6%	165,562	21.7%	175,670	20.9%
- 债权投资计划	34,545	5.2%	43,049	5.7%	47,573	6.2%	50,420	6.0%
- 理财产品	1,380	0.2%	7,906	1.0%	9,450	1.2%	22,040	2.6%
- 其他固定收益投资	12,044	1.8%	15,821	2.1%	17,833	2.3%	20,886	2.5%
权益投资类	75,129	11.3%	82,715	10.9%	80,582	10.6%	122,226	14.5%
- 基金	33,526	5.0%	39,012	5.2%	33,407	4.4%	51,456	6.1%
- 股票	31,201	4.7%	28,064	3.7%	29,046	3.8%	35,990	4.3%
- 理财产品	1,815	0.3%	6,828	0.9%	7,511	1.0%	19,770	2.3%
- 优先股							1,400	0.2%
- 其他权益投资	8,587	1.3%	8,811	1.2%	10,618	1.4%	13,610	1.6%
投资性房地产	6,795	1.0%	6,680	0.9%	6,563	0.9%	6,454	0.8%
现金及现金等价物	19,335	2.9%	23,798	3.1%	14,042	1.8%	18,612	2.2%
投资资产合计	666,799	100.0%	756,454	100.0%	761,886	100.0%	842,006	100.0%

资料来源: 公司数据、招商证券

截至 2015 年上半年末, 集团第三方管理资产 2,169.17 亿元, 较上年末增长 45.9%, 第三方资产管理业务收入达到 2.79 亿元, 同比增长 74.4%。太保资产第三方管理资产规模达到 1,390 亿元, 较上年末增长 54.7%; 实现第三方管理费收入 1.6 亿元, 同比增长 91.7%。长江养老投资管理资产达到 779.25 亿元, 较上年末增长 32.5%; 受托管理资产达到 568.19 亿元, 较上年末增长 14.4%。

表 4: 按投资目的分历年太保投资资产分布

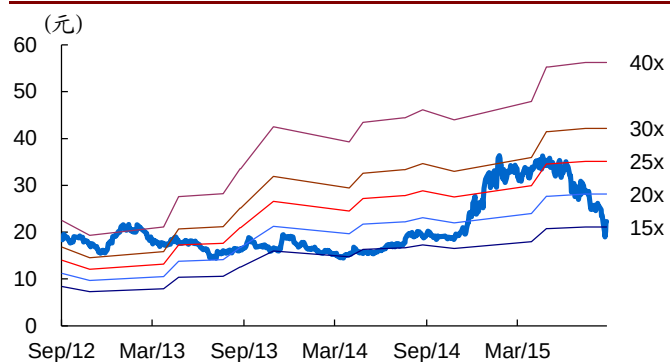
按投资目的分	2013	占比	2014H	占比	2014	占比	2015H	占比
以公允价值计量且其变	4,926	0.7%	19,684	2.6%	17,764	2.3%	23,874	2.8%
可供出售金融资产	175,489	26.3%	177,163	23.4%	166,601	21.9%	206,155	24.5%
持有至到期投资	262,942	39.4%	295,389	39.0%	311,908	40.9%	313,564	37.2%
长期股权投资	11	0.0%	11	0.0%	264	0.0%	299	0.0%
贷款及其他	223,431	33.5%	264,207	34.9%	265,259	34.8%	298,114	35.4%
合计	666,799	100.0%	756,454	100.0%	761,796	100.0%	842,006	100.0%

资料来源: 公司数据、招商证券

我们预计 2015 年末每股内含价值为 22.68 元, 对应 P/EV 0.98 倍。每股收益 1.8 元, 对应 P/E 12.4 倍。每股净资产 15.25 元, 对应 P/B 1.5 倍, 处于估值的底部。我们认为保险行业目前有很强的配置价值, 在市场预期不明确、波动较大的情况下, 保险公司业绩稳健、估值吸引, 同时由于保险公司的逆周期调节机制和强健的资产负债表, 可以加大配置。

基于太保重视品质和价值率、控制成本的经营战略和保险行业的成长空间, 我们推荐中国太保作为攻守兼备的投资标的。

图 9: 中国太保历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 10: 中国太保历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

表 5: 盈利预测表

(单位: 百万元)	2013	2014	2015E	2016E
一、营业收入	193,137	219,778	257,537	304,101
已赚保费	159,625	172,891	192,320	213,313
保险业务收入	176,923	191,805	210,986	232,084
其中: 分保费收入	137	197	266	359
减: 分出保费	(15,295)	(13,437)	(12,093)	(10,884)
减: 提取未到期责任准备金	(2,003)	(5,477)	(6,572)	(7,887)
投资净收益	32,277	44,409	62,173	87,042
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0	22	29	37
公允价值变动净收益	16	713	927	1,205
汇兑净收益	(280)	40	48	58
其他业务收入	1,499	1,725	2,070	2,484
二、营业支出	(181,269)	(205,356)	(236,886)	(277,862)
退保金	(19,783)	(29,028)	(43,542)	(63,136)
赔付支出	(58,816)	(68,428)	(80,745)	(95,279)
减: 摊回赔付支出	6,901	8,575	10,290	12,348
提取保险责任准备金	(58,663)	(54,096)	(49,768)	(45,787)
减: 摊回保险责任准备金	1,228	1,363	1,567	1,803
保户红利支出	(4,126)	(4,970)	(5,964)	(7,157)
分保费用	(33)	(29)	(32)	(35)
营业税金及附加	(4,810)	(5,712)	(6,569)	(7,554)
手续费及佣金支出	(16,652)	(19,725)	(22,684)	(26,086)
业务及管理费	(24,912)	(27,065)	(30,313)	(33,950)
减: 摊回分保费用	5,477	3,830	3,447	3,102
利息支出	(2,755)	(3,153)	(3,626)	(4,170)
其他业务成本	(3,062)	(3,093)	(3,248)	(3,410)
计提资产减值准备	(1,263)	(3,800)	(5,700)	(8,550)
三、营业利润	11,868	14,422	20,652	26,240
加: 营业外收入	121	161	217	293
减: 营业外支出	(75)	(83)	(91)	(100)
四、利润总额	11,914	14,500	20,778	26,433
减: 所得税	(2,519)	(3,255)	(4,232)	(5,501)
五、净利润	9,395	11,245	16,546	20,932
减: 少数股东损益	134	196	255	331
归属于母公司所有者的净利润	9,261	11,049	16,291	20,601
六、每股收益				
基本每股收益(元)	1.02	1.22	1.80	2.27

资料来源: 招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

洪锦屏，华南理工大学管理学硕士，2008年7月加入招商证券，从事非银行金融行业研究，2010年获得新财富非银行金融最佳分析师2010年度第二名（团队），2013年慧眼识券商非银行金融第一名。

谭卓，美国迈阿密大学经济学博士，湖南大学金融学硕士、学士。2015年7月加入招商证券，从事金融行业研究。此前任香港浸会大学经济系助理教授。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。