

中国太保 (601601)

寿险转型成效显著，产险实现扭亏为盈

——中国太保 2015 年中报点评

	刘欣琦 (分析师)	耿艳艳 (研究助理)	孔祥 (分析师)
	021-38676647	021-38676640	021-38674744
	liuxinqi@gtjas.com	Gengyanyan@gtjas.com	Kongxiang@gtjas.com
证书编号	S0880515050001	S0880115060008	S0880515080006

本报告导读:

中国太保发布 2015 年中报，业绩符合预期。寿险转型成效显著，大个险格局初步形成；产险实现扭亏为盈；投资风格稳健，投资收益率稳步提升。维持“增持”评级。

投资要点:

- 维持“增持”评级，考虑下半年权益市场波动影响投资收益，下调 2015-2017 年 EPS 盈利预测至 1.63/1.94/2.13 元。参考震荡期的估值区间，下调目标价至 31 元，对应 2015 年 1.3 倍 P/EV。公司上半年业绩表现靓丽，符合市场预期，归属于母公司股东净利润 112.95 亿元，同比增长 64.9%；归属于母公司股东权益 1286.0 亿元，较 2014 年末增长 9.8%。
- 寿险转型成效显著，保单质量进一步提升，突出体现为新业务价值率大幅提升及退保率逆势下降：1) 上半年新业务价值同比增长 38.2%，新业务价值率大幅提升 10.2 个百分点，预计全年新业务价值将保持 30% 以上增速；由于银保渠道近年来主动收缩规模，公司退保率逆势下降 0.2 个百分点，保单质量提高明显。2) 渠道结构进一步优化，大个险格局初步成型。个险新保占比达到 74.4%；个险新业务价值占比达 95%。大个险经营体系推动公司价值增长方式实现根本变化。
- 产险主动降低业务增速，上半年实现扭亏为盈。上半年产险业务仅小幅增长 0.4%，综合成本率降为 99.5%，实现承保盈利。考虑到下半年综合成本率通常高于上半年，全年实现承保盈利有赖于下半年对业务质量及费用、理赔等支出的把控情况。
- 投资风格稳健，权益资产配置低于同业，投资收益率稳步提升：净投资收益率和总投资收益率分别为 4.9% 和 6.6%，同比持平和提升 2.2 个百分点。基金和股票合计占比为 10.4%，低于同业，风格稳健；为对冲降息影响，债券和定期存款分别下降 4.7 和 0.9 个百分点。
- 风险提示：市场大幅回调对投资端的负面影响。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
净利润	9,261	11,049	14,776	17,545	19,326
(+/-)%	82.4%	19.3%	33.7%	18.7%	10.2%
总资产	723,533	825,100	941,327	1,049,342	1,183,801
(+/-)%	6.2%	14.0%	14.1%	11.5%	12.8%
净资产	98,968	117,131	130,435	144,149	161,662
(+/-)%	2.9%	18.4%	11.4%	10.5%	12.1%
关键估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
每股内涵价值	15.93	18.90	24.02	27.11	30.72
每股收益	1.02	1.22	1.63	1.94	2.13
每股净资产	10.92	12.93	14.39	15.91	17.84
P/EV	1.40	1.18	0.93	0.82	0.73
市盈率	21.82	18.29	13.68	11.52	10.46
市净率	2.04	1.73	1.55	1.40	1.25

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 31.00

上次预测: 41.28

当前价格: 22.30

2015.08.31

交易数据

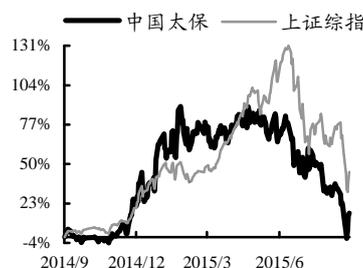
52 周内股价区间 (元)	18.30-38.35
总市值 (百万元)	202,083
总股本/流通 A 股 (百万股)	9,062/6,287
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/2,775
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	8663.25
日均成交值 (百万元)	2533.40

资产负债表摘要 (12/15)

股东权益 (百万元)	130,435
每股净资产	14.39
杠杆倍数	7.2

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.35	0.54
Q2	0.40	0.51
Q3	0.23	0.29
Q4	0.23	0.29
全年	1.22	1.63

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-12%	-31%	18%
相对指数	-1%	-1%	-28%

相关报告

- 《太保产险换帅，彰显市场化改革决心》 2015.02.15
- 《个险快速增长，银保转型升级》 2015.01.13
- 《柳暗花明，拐点到来》 2014.11.23
- 《价值较快增长符合预期》 2014.10.26
- 《价值增长领跑行业，上海概念转型可期》 2014.08.25

模型更新时间: 2015.08.31

股票研究

金融
保险

中国太保 (601601)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **31.00**

上次预测: 41.28

当前价格: 22.30

公司网址

www.cpic.com.cn

公司简介

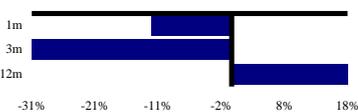
公司是中国领先的综合性保险集团公司, 在人寿保险、财产保险和保险资产管理等多个业务领域均拥有领先的市场份额和举足轻重的市场地位。

主要通过下属的太保寿险、太保产险为客户提供全面的人寿及财产保险产品和服务, 并通过下属的太保资产管理公司管理和运用保险资金。

财务预测 (单位: 百万元)

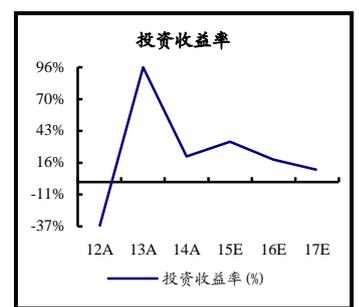
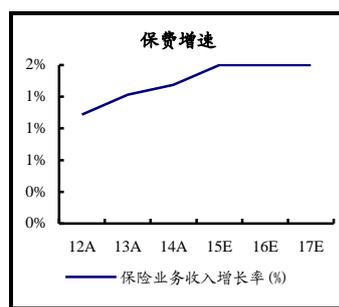
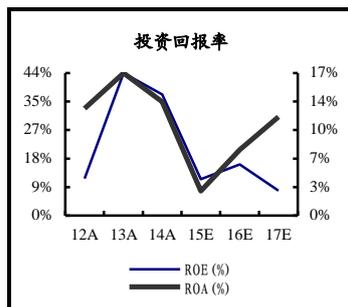
	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表						
营业收入	171,451	193,137	219,778	242,808	278,062	320,083
已赚保费	147,839	159,625	172,891	192,455	219,701	257,105
投资收益	22,374	32,277	44,409	49,444	57,283	61,686
营业支出	-165,407	-181,269	-205,356	-223,505	-255,138	-294,836
提取保险责任准备金	-60,169	-58,663	-54,096	-56,055	-72,682	-90,231
赔付支出	-42,933	-51,915	-59,853	-67,659	-71,713	-77,802
业务及管理费	-22,166	-24,912	-27,065	-28,011	-31,519	-36,421
营业利润	6,044	11,868	14,422	19,303	22,924	25,247
利润总额	6,113	11,914	14,500	19,391	23,025	25,362
所得税	-983	-2,519	-3,255	-4,353	-5,169	-5,693
净利润	5,130	9,395	11,245	15,038	17,856	19,669
资产负债表						
2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
货币资金	23,875	16,561	11,220	12,800	14,269	16,098
交易性金融资产	1,714	4,926	17,764	20,266	22,592	25,487
买入反售金融资产	1,115	2,394	2,822	3,220	3,589	4,049
可供出售金融资产	135,815	175,489	166,601	190,069	211,879	239,029
持有至到期投资	248,766	262,942	311,998	355,947	396,791	447,635
资产合计	681,502	723,533	825,100	941,327	1,049,34	1,183,80
保护储金及投资款	41,833	34,520	35,738	39,286	43,886	49,597
准备金	438,887	502,536	564,643	620,698	693,379	783,610
负债合计	583,933	623,147	705,905	808,593	902,653	1,019,29
股东权益	97,569	100,386	119,195	132,734	146,690	164,510
投资结构						
2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
固定收益类	85.0%	84.8%	86.7%	82.9%	82.9%	82.9%
债券投资	52.8%	56.0%	55.2%	50.7%	50.7%	50.7%
定期存款	26.2%	21.6%	21.7%	21.0%	21.0%	21.0%
债权投资计划	4.5%	5.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
理财产品	0.1%	0.2%	1.2%	2.5%	2.5%	2.5%
其他固定收益投资	1.5%	1.8%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
权益投资类	10.0%	11.3%	10.6%	14.3%	14.3%	14.3%
基金	4.5%	5.0%	4.4%	6.2%	6.2%	6.2%
股票	4.3%	4.7%	3.8%	4.3%	4.3%	4.3%
理财产品	0.0%	0.3%	1.0%	2.0%	2.0%	2.0%
其他权益投资	1.1%	1.3%	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%
基础设施类投资计划	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
投资性房地产	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
现金及现金等价物	4.0%	2.9%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%
财务指标	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
1年新业务价值增速	5.2%	6.2%	16.3%	36.2%	28.0%	19.3%
保险业务收入增长率	5.3%	8.4%	8.4%	9.2%	13.7%	16.5%
寿险保费增长率	0.3%	1.8%	3.8%	15.2%	18.6%	19.9%
产险保费增长率	13.0%	17.3%	13.8%	3.0%	8.0%	12.0%
投资收益增长率	11.5%	44.3%	37.6%	11.3%	15.9%	7.7%
营业利润增长率	-37.3%	96.4%	21.5%	33.8%	18.8%	10.1%
净利润增长率	-38.9%	83.1%	19.7%	33.7%	18.7%	10.2%
总资产收益率	0.7%	1.3%	1.3%	1.6%	1.7%	1.6%
净资产收益率	5.3%	9.4%	9.4%	11.3%	12.2%	12.0%
退保率	3.0%	4.2%	5.4%	5.3%	5.1%	5.0%
综合赔付率	61.2%	66.0%	68.0%	70.1%	69.6%	69.0%
综合成本率	95.8%	99.5%	103.8%	98.7%	98.2%	97.5%
内含价值估值 (单位: 百万)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
调整后净资产	86,237	81,956	97,230	124,638	141,681	160,868
调整后寿险业务净资产	35,371	33,791	50,386	60,462	72,795	86,339
有效业务价值	49,895	63,507	75,351	94,693	105,782	119,547
内含价值	135,279	144,378	171,294	217,712	245,654	278,371
寿险内含价值	85,266	97,298	125,737	155,155	178,577	205,886
1年新业务价值	7,060	7,499	8,725	11,882	15,204	18,136
调整后每股净资产	9.5	9.0	10.7	13.8	15.6	17.8
调整后每股寿险业务净资产	3.9	3.7	5.6	6.7	8.0	9.5
每股有效业务价值	5.5	7.0	8.3	10.4	11.7	13.2
每股内含价值	14.9	15.9	18.9	24.0	27.1	30.7
寿险业务每股内含价值	9.4	10.7	13.9	17.1	19.7	22.7
每股新业务价值	0.8	0.8	1.0	1.3	1.7	2.0
新业务价值倍数				16		
每股新业务估值				22		
每股评估价值 (元)				46		

绝对价格回报 (%)



52 周价格波动范围

18 30 38 35



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		