

2017年07月14日

中国太保 (601601.SH)

深耕保险全产业链, 转型实现价值增长

■ **公司深耕保险全产业链。**中国太保专注保险主业, 围绕保险主产业链条, 实现了寿险、产险、养老险、健康险、农险和资产管理的全牌照布局, 各业务板块正在实现共享发展。

■ **个险成为寿险价值增长新源泉。**2013年至2016年公司新业务价值增长了1.5倍, 我们认为公司新业务价值稳健增长的主要驱动力在于公司全面聚焦个险, 业务价值大幅提升。

(1) **全面聚焦个险, 价值增长强劲。**个险业务质量高且增长持续能力强, 公司个险保费自2014年以来基本保持了20%左右的增长, 我们认为个险稳健增长的主要驱动力在于营销员规模和人均产能的双重提高, 在聚焦个险的经营思路下, 我们预计2017年营销员规模增速达到15%, 新业务价值增速达到35%。

(2) **寿险产品更新换代, 长期保障贡献价值。**公司不断丰富长期保障型产品体系, 一方面, 拉长承保端的久期, 2016年交费期限为10年及以上新保保费占比达43%, 整体保单平均缴费期限也提高至8.5年, 另一方面, 保单保额提高, 长期限客均保额由2013年的7万元提高至2016年的20万元, 保障属性进一步显现。

(3) **保障型产品的发展提升新业务价值率。**与其他产品相比, 长期保障型产品新业务价值率较高, 对新业务价值贡献较大, 2011年以来公司新业务价值中长期保障型产品占比由43%提升至73%, 未来保障型产品的发展将带动公司价值强劲增长。

(4) **完善保险产业链, 涉足养老协同发展。**在增资完成后太保寿险在长江养老的持股占比将增至62.16%, 未来公司将携手长江养老, 进一步提升养老险业务的影响力, 并充分发挥长江养老在年金方面的专业优势, 推动资源协同与渠道服务共享。

(5) **死差益丰厚带来剩余边际持续释放。**截至2016年末公司剩余边际余额达到1726亿元, 其中保障型业务占比高达63%, 未来公司保障型产品持续增长会带来剩余边际的稳定释放。

■ **产险阵痛转型, 盈利逐步改善。**随着二次商车费改的推进以及保监会进一步整治车险市场乱象, 产险行业将呈现出强者恒强的格局, 太保产险目前市场份额位居行业前三, 竞争优势将越发显现, 综合成本率有望继续下降, 我们预计2017年太保产险综合成本率将降至98.9%。

■ **行业价值驱动力由利差益转为死差益。**监管引导“保险姓保”, 在消费升级的过程中, 人们对于保障型产品的需求将持续释放, 保险产品的消费属性逐步显现, 使得保险公司价值中死差益占比将逐步提升, 死差益成为保险公司价值的重要创造者。

■ **养老个税递延呼之欲出, 消费升级市场扩容。**社会老龄化程度加深叠加政策催化, 商业养老保险市场正加速扩张, 预计个税递延养老方案将带来千亿保费增量, 养老险行业迎来加速发展阶段。

■ **投资建议:**买入-A投资评级。我们预计公司2017年-2019年归母净利润同比增速为-1%、19%、23%, EPS分别为1.31元、1.56元、1.92元, 6个月目标价42元。

■ **风险提示:**市场风险/宏观风险/利率风险

摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
已赚保费	189,376	219,573	253,015	293,175	334,946
净利润	18,038	12,284	12,125	14,432	17,725
每股净资产	14.71	14.54	16.89	18.69	19.87
每股收益 (元)	1.96	1.33	1.31	1.56	1.92
盈利与估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
市盈率 (倍)	17.96	26.41	26.80	22.51	18.33
市净率 (倍)	2.39	2.42	2.08	1.88	1.77
净资产收益率	13.30%	9.15%	7.76%	8.35%	9.64%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

保险

投资评级 **买入-A**

维持评级

6个月目标价: **42元**

股价 (2017-07-13) **35.14元**

交易数据

总市值 (百万元)	318,438.68
流通市值 (百万元)	220,914.64
总股本 (百万股)	9,062.00
流通股本 (百万股)	6,286.70
12个月价格区间	25.66/35.55元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.09	31.82	28.45
绝对收益	7.13	30.05	33.59

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515060004
zhaoxh3@essence.com.cn
021-35082987

贺明之

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517060001
hemz@essence.com.cn
021-35082968

马琦

报告联系人

maqi@essence.com.cn
021-35082773

相关报告

中国太保: 寿险人力产能双升, 投资稳健价值大增/赵湘怀	2017-03-30
中国太保: 个险新单强劲增长, 产险业务稳健发展/赵湘怀	2016-10-31
中国太保: 个险高速增长, 投资收益承压/赵湘怀	2016-08-29
中国太保: 转型谋突破, 个险促发展/赵湘怀	2016-07-11
中国太保: 个险新单高速	

1. 2017年4月以来股价涨幅达25%

中国太保专注保险主业，围绕保险主产业链条，积极布局，目前已经实现了寿险、产险、养老险、健康险、农险和资产管理的全保险牌照布局，各业务板块正在实现共享发展。

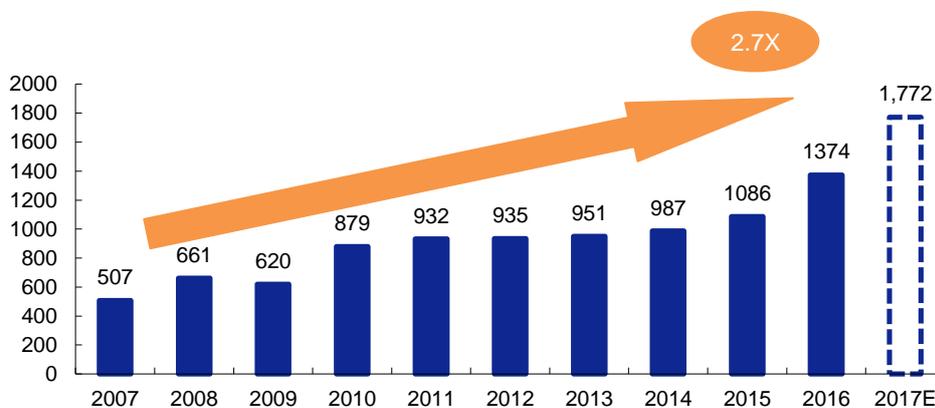
公司聚焦价值增长，转型稳步推进，承保端发展高质量个险业务，经营业绩维持增长，2013年至2016年寿险业务收入年均复合增长率达13%，寿险业务净利润年均复合增长率达11%，2017年4月下旬以来公司股价涨幅达到25%。

图 1：2017年4月下旬以来涨幅25%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：寿险业务收入稳健提升（亿元）

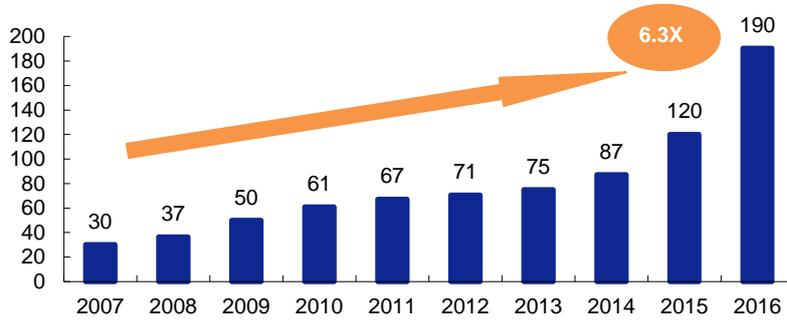


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 个险成为寿险价值增长新源泉

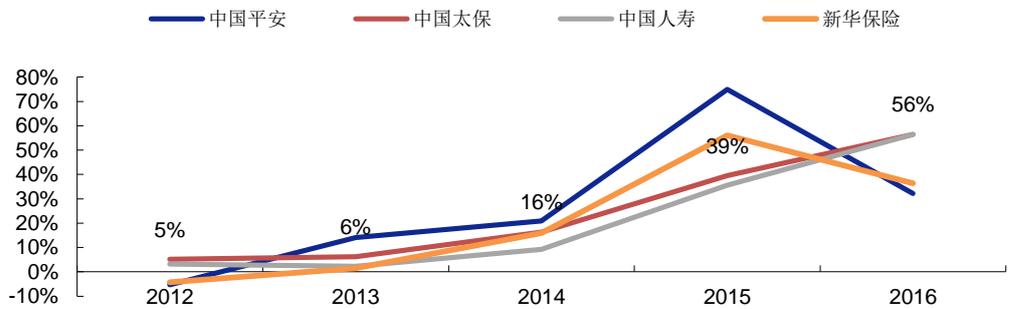
新业务价值增速创新高。2013年以来公司新业务价值高速增长，2013年至2016年公司新业务价值增长了1.5倍，2016年公司新业务价值同比增速达到56%，增速创十年来新高，也领先同业（平安YoY+32%/新华YoY+36%），我们认为公司新业务价值稳健增长的主要驱动力在于公司全面聚焦个险，业务价值大幅提升。

图 3：新业务价值维持高增速（亿元）



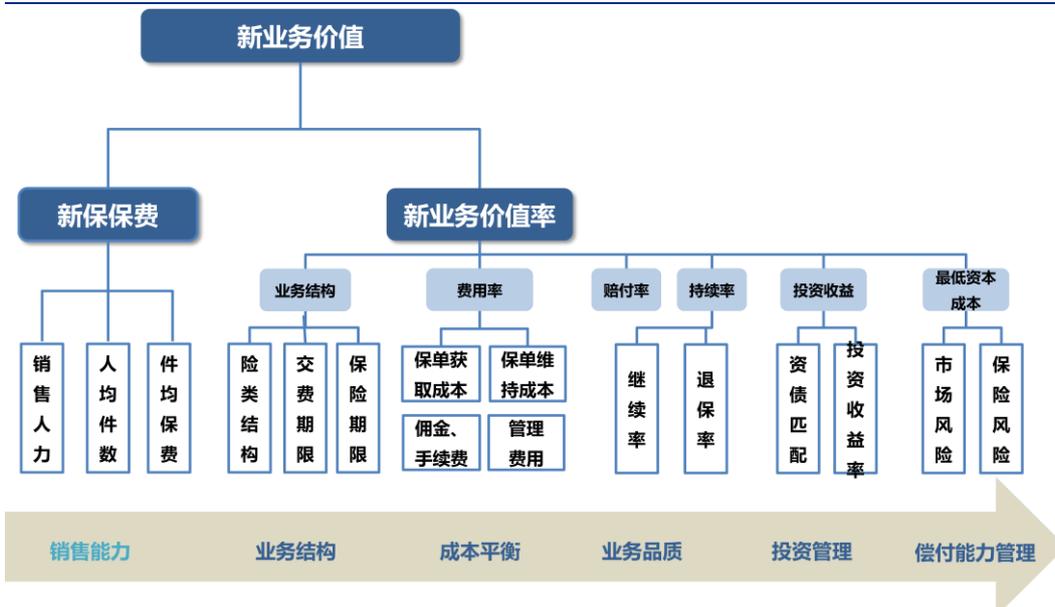
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：新业务价值增速领先同业



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：新业务价值结构拆分

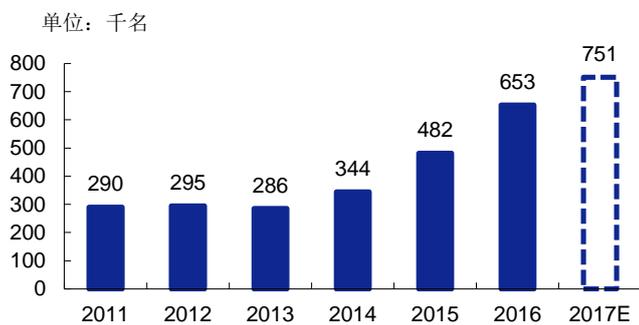


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.1. 全面聚焦个险，价值增长强劲

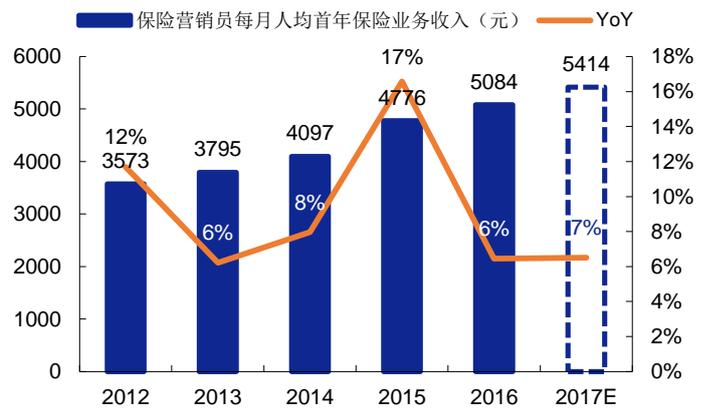
个险业务质量高且增长持续能力强，聚焦个险将带来价值稳定增长。公司个险保费自 2014 年以来基本保持了 20% 左右的增长，2016 年个险保费增速达到 34%。我们认为个险的高速增长主要驱动力在于营销员规模和人均产能的双重提高。一方面，公司 2013 年以来大幅扩充营销员队伍，截至 2016 年公司营销员人数达到了 65 万人，较 2013 年增长了 1.3 倍，另一方面，人均产能也稳步向上，近 5 年年均增速接近 10%。在聚焦个险的经营思路下，我们预计公司营销员规模还将保持增长，2017 年营销员规模增速预计达到 15%，新业务价值增速预计达到 35%。

图 6：营销员规模维持稳步提升



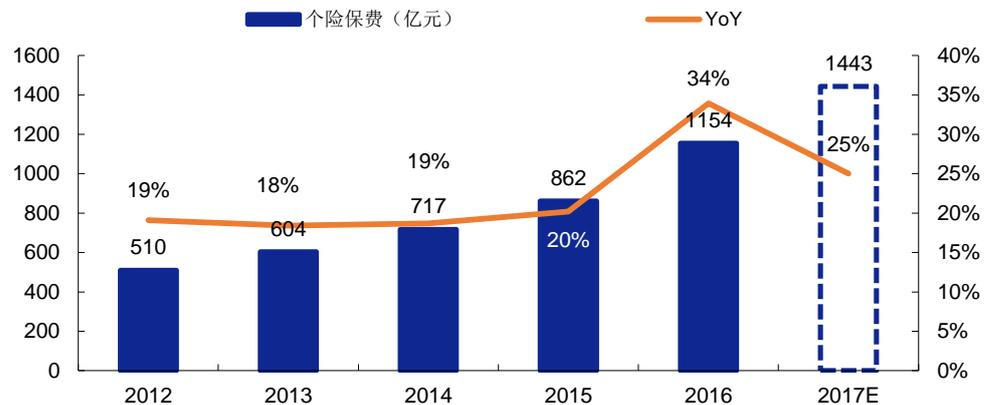
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7：人均产能持续增长



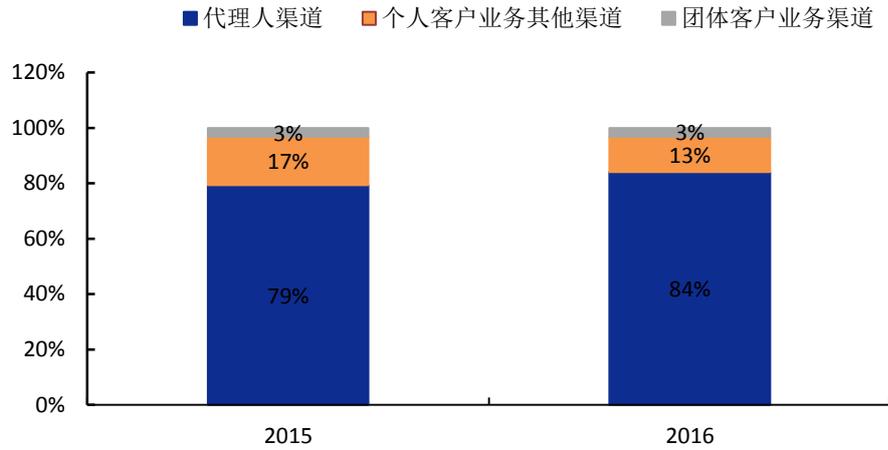
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：个险保费保持高增速 (亿元)



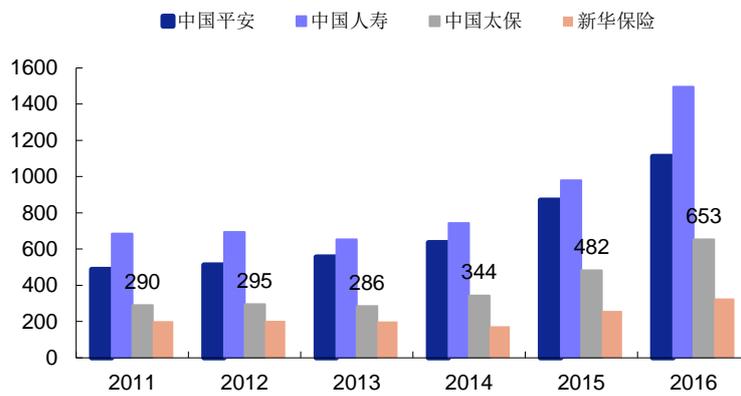
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 9：个险渠道保费收入占比提升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 10：太保代理人数量具有一定规模优势（千名）

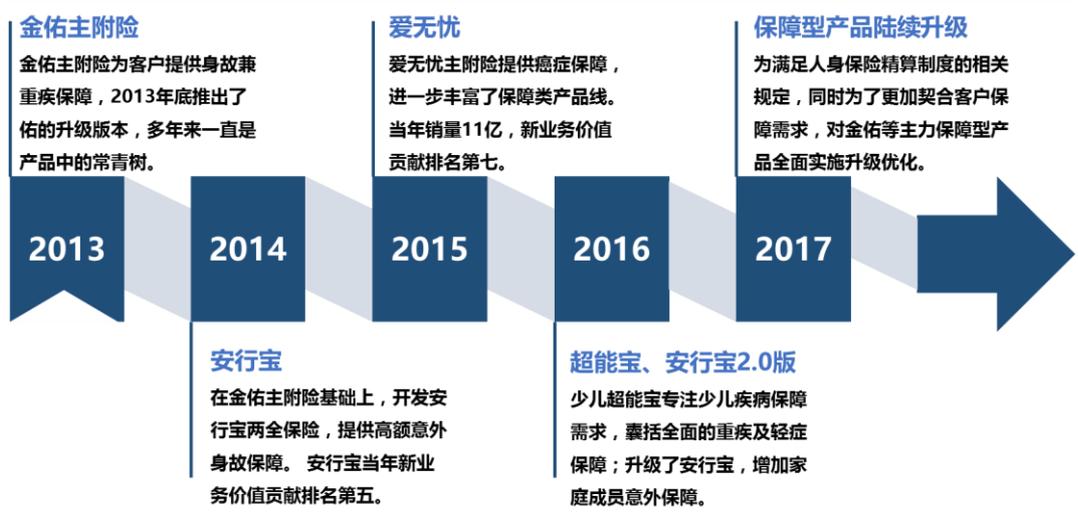


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2. 寿险产品更新换代，长期保障贡献价值

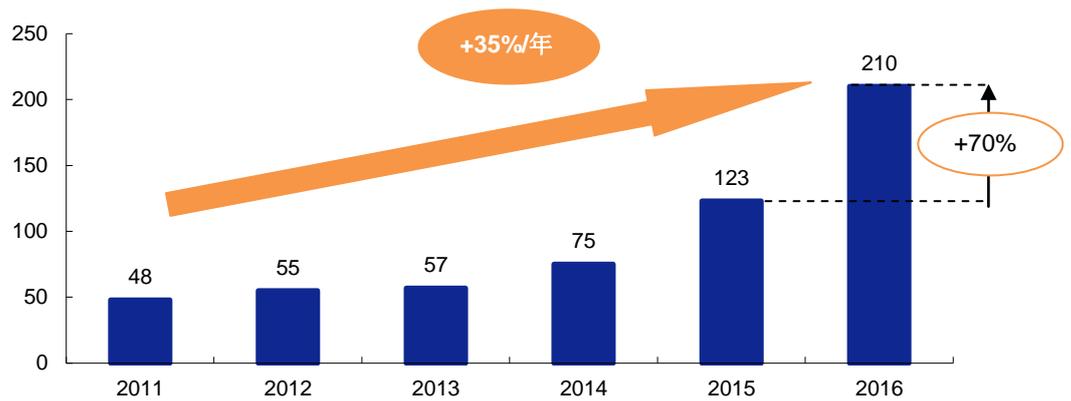
长期保障型产品体系日趋完善。公司长期保障型产品线不断丰富，从 2013 年的金佑主附险、2014 年的安行宝、2015 年的爱无忧、以及 2016 年的超能宝、安行宝 2.0，公司在开发新产品的同时，陆续对保障型产品进行升级，产品体系日益全面。

图 11：长期保障型产品不断升级



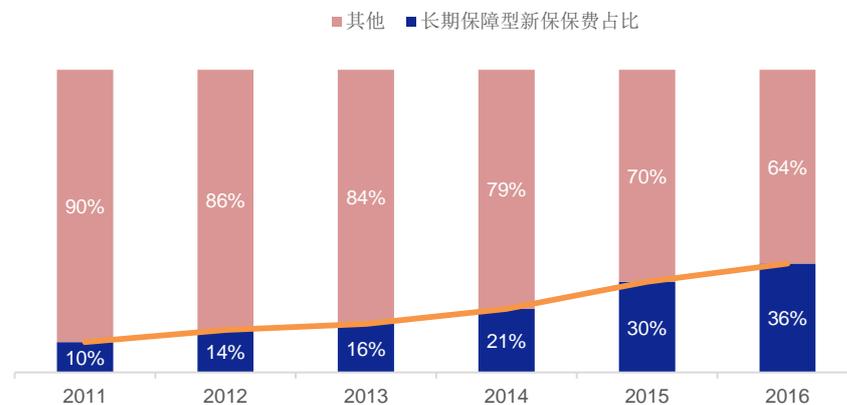
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 12：长期保障型新保保费增长迅速（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

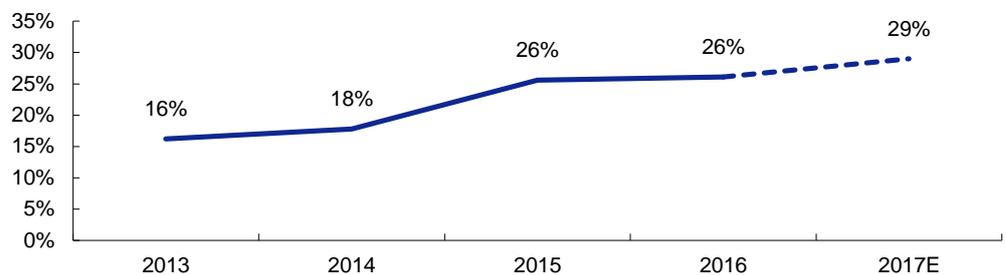
图 13：长期保障型新保保费占比不断提升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

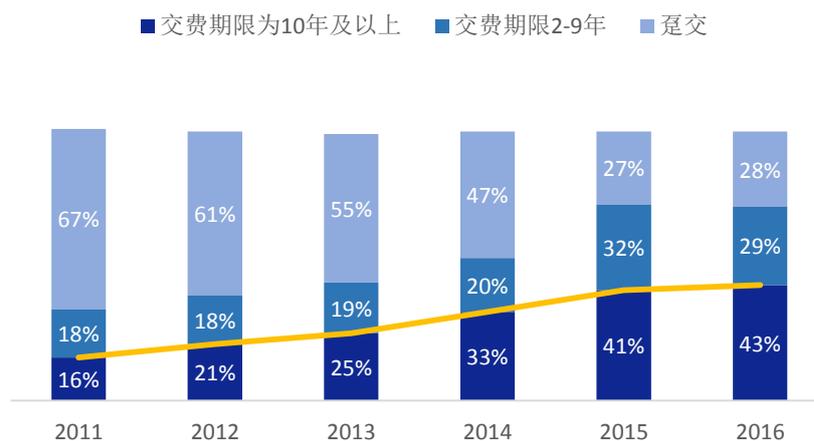
公司重视长期保障型业务的发展，一方面，拉长承保端的久期，提高期缴占比，交费期限为10年及以上业务的新保保费占比由2011年的16%提升至2016年的43%，整体保单平均缴费期限也从2011年的3.6年延长到2016年的8.5年，负债久期逐步提高，与此同时公司趸交业务向期缴业务转型效果显现，期缴保费占比由2013年的16%提高至2016年的26%，另一方面，保单保额提高，长期限客均保额由2013年的7万元提高至2016年的20万元，保障属性进一步显现。

图 14：期缴保费收入占比稳步提升



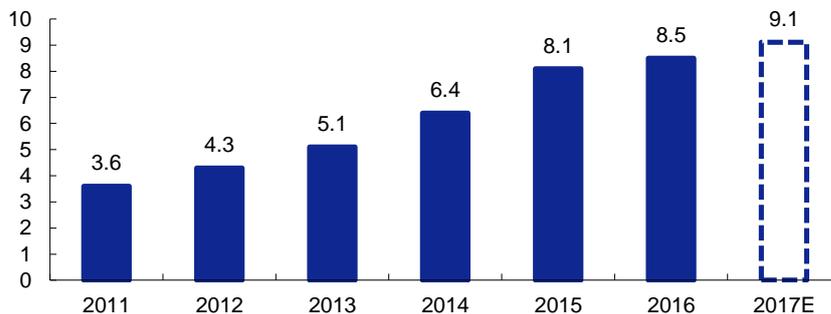
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 15：2016 年 10 年期交及以上新单保费占比达到 43%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 16: 平均缴费期限稳步延长 (年)



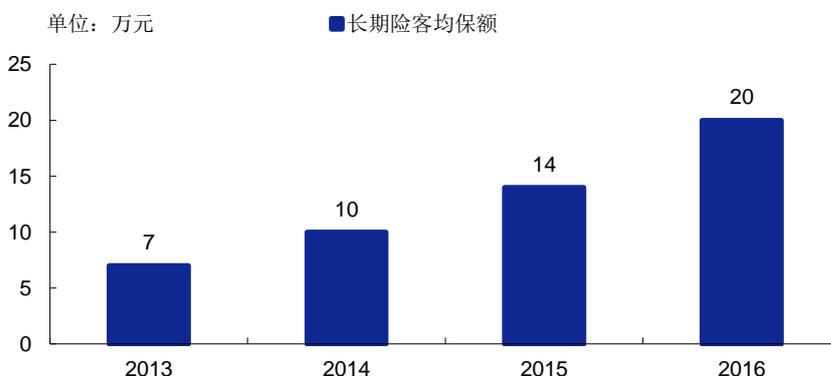
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 17: 长期有效保额迅速增长



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 18: 长期险客均保额稳步增长

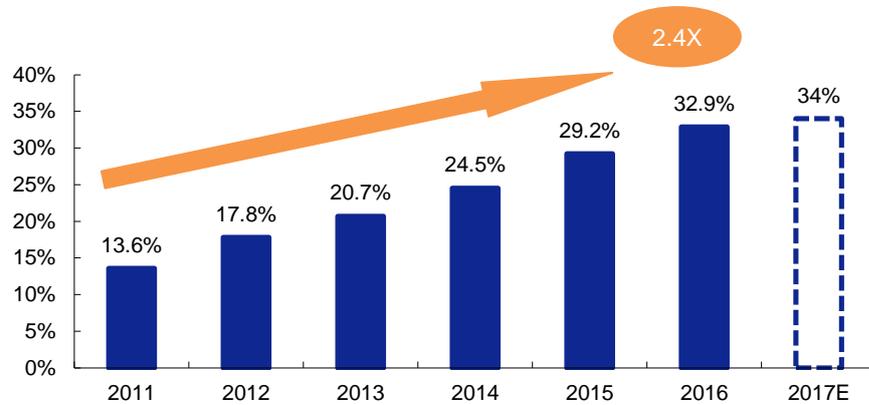


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

长期保障型业务规模快速增长, 价值贡献不断提高。公司长期保障型新单保费近五年来年均增速达到 35%, 在“保险姓保, 回归保障”的政策引导下, 2016 年公司长期保障型新单保费增速达到 70%, 占比从 2011 年的 10% 稳步提升至 2016 年的 36%, 与其他产品相比, 长

期保障型产品新业务价值率较高，对新业务价值贡献较大，2011年以来公司新业务价值中长期保障型的新业务价值占比显著提升，由43%提升至73%，未来将带动公司价值强劲增长。

图 19：新业务价值率持续提升

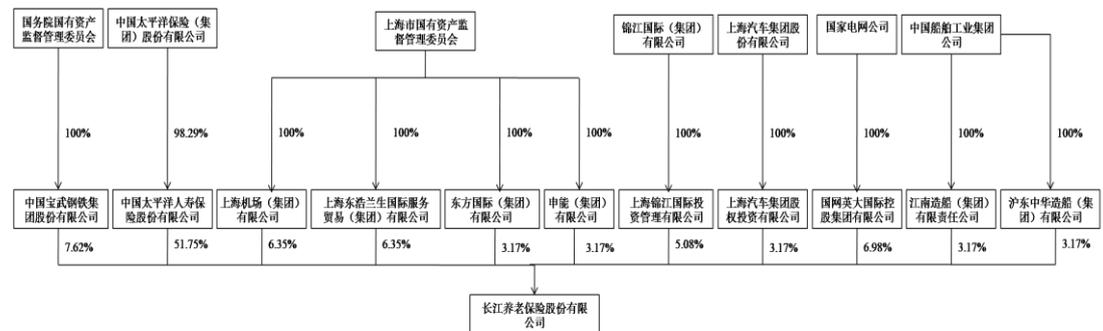


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.3. 完善保险产业链，涉足养老协同发展

控股长江养老，谋求业务协同。太保寿险持有长江养老 51.75% 的股份，并且通过其开展养老金业务、险资运用以及第三方资管业务，截至 2016 年长江养老第三方投资管理资产已达到 1257 亿元，较 2015 年末增长 50%，并入选基本养老保险基金投资管理机构。

图 20：长江养老股权结构（截至 2017 年 6 月）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

太保寿险拟增资长江养老，养老险业务加速发展。2017 年 6 月长江养老披露关于变更注册资本有关情况的信息披露公告，太保寿险等 6 家股东参与增资，增资总金额为 20 亿元，认购股份数为 6.59 亿股，增资完成后太保寿险在长江养老的持股占比将增至 62.16%，目前增资尚待保监会批准。未来太保集团将携手长江养老，进一步提升养老险业务的影响力，并充分发挥长江养老在年金方面的专业优势，推动资源协同与渠道服务共享。

表 1：增资前后股权结构对照表

		增资前		增资后	
		认购股份数 (万股)	比例 (%)	认购股份数 (万股)	比例 (%)
1	中国太平洋人寿保险股份有限公司	40,760.99	51.753	89,912.26	62.162
2	中国宝武钢铁集团有限公司	6,000.00	7.618	11,018.77	7.618
3	上海机场 (集团) 有限公司	5,000.00	6.348	9,182.30	6.349
4	上海锦江国际投资管理有限公司	4,000.00	5.079	7,345.84	5.079
5	国网英大国际控股集团有限公司	5,500.00	6.984	5,500.00	3.803
6	上海东浩兰生国际服务贸易 (集团) 有限公司	5,000.00	6.348	5,000.00	3.457
7	上海汽车集团股权投资有限公司	2,500.00	3.174	4,591.15	3.174
8	东方国际 (集团) 有限公司	2,500.00	3.174	4,591.15	3.174
9	中能 (集团) 有限公司	2,500.00	3.174	2,500.00	1.728
10	沪东中华造船 (集团) 有限公司	2,500.00	3.174	2,500.00	1.728
11	江南造船 (集团) 有限责任公司	2,500.00	3.174	2,500.00	1.728
	合计	78,760.99	100	144,641.48	100

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

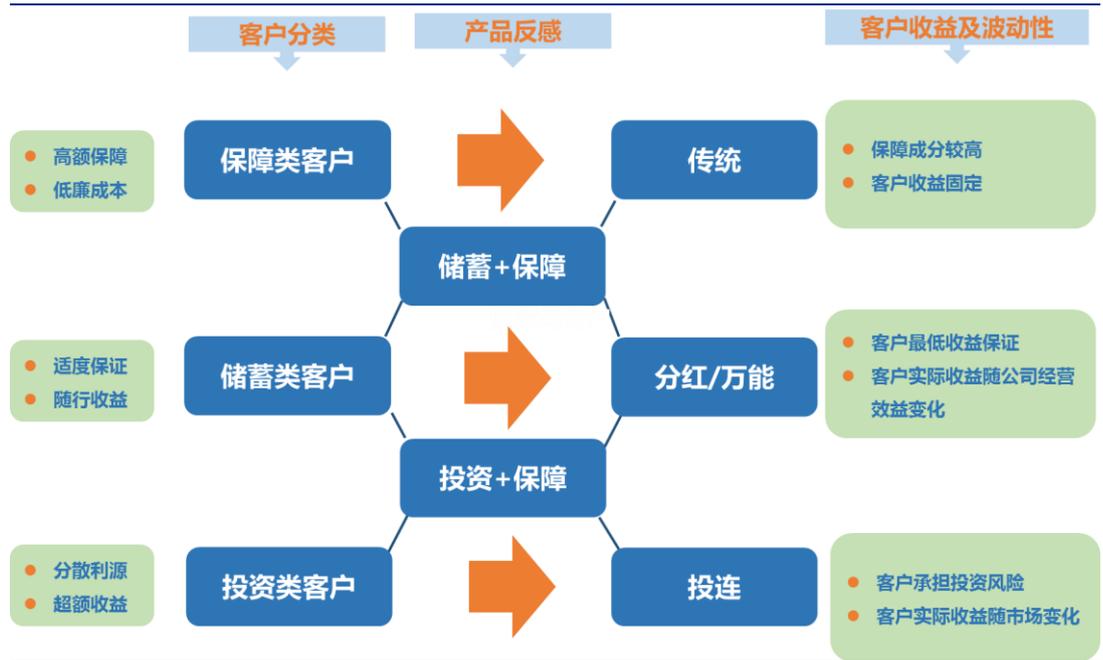
2.4. 业务丰富多元，提高客户粘性

国内市场需求丰富，带来保险多元化发展空间。从风险承担能力角度来看，该能力较强的客户追求资金配置、灵活性、以及高端服务体验，而风险承担能力较弱的客户则倾向于产品简单、收益稳健、保障杠杆高。从产品角度来看，消费型产品通过低保费获得高保障，而高保障产品客户则看重保费还本，养老金和子女教育保险产品的客户更加注重收益。国内不同地区、年龄、收入以及文化的巨大差异，叠加客户对于健康、意外、养老和子女教育等问题的不同需求，带来了保险多元化发展空间。

寿险通过提供多样化的产品提高客户粘性。传统险产品保障成分较高，客户收益固定，具有储蓄和保障功能，主要针对保障类和储蓄类客户，而分红和万能险的客户拥有最低收益保障，实际收益随公司经营效益而变化，拥有储蓄、保障和投资功能，适用于储蓄类和投资类客户，投连险的客户则承担投资风险，实际收益随市场变化，拥有投资和保障功能，主要针对投资类客户。

公司拥有增额返本+意外险的安行宝，分红+教育的东方红、状元红，分红+重疾的金佑，以及分红+养老的东方红、满堂红，丰富的产品类型在符合国内保险市场发展以及需求的同时，提高了客户粘性，为公司提供了稳定的利润来源。

图 21：丰富的产品提供稳定利源

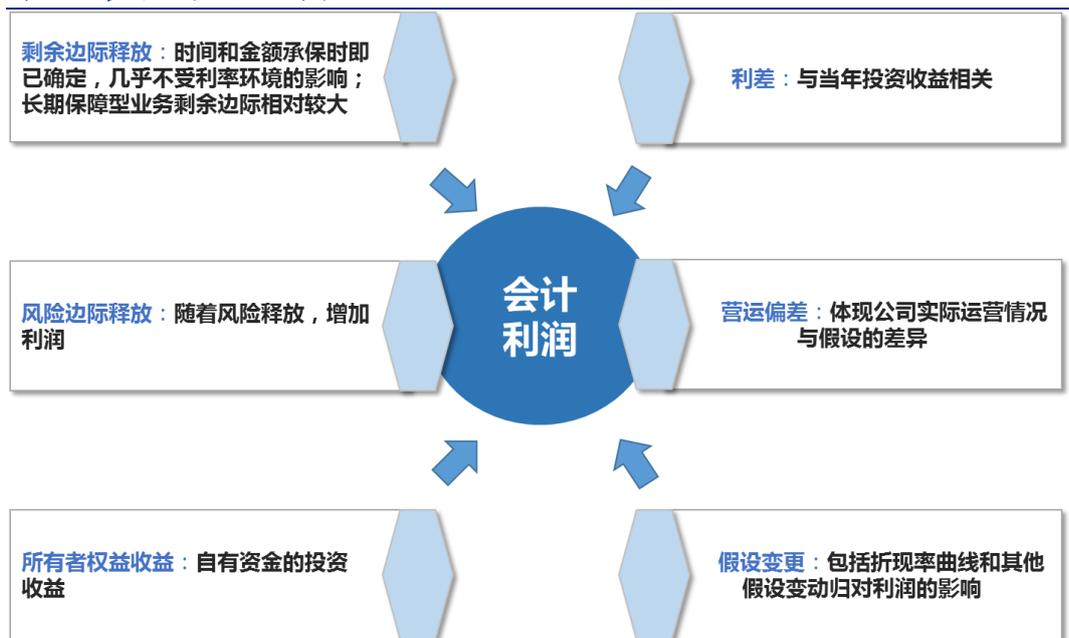


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.5. 死差益丰厚带来剩余边际持续释放

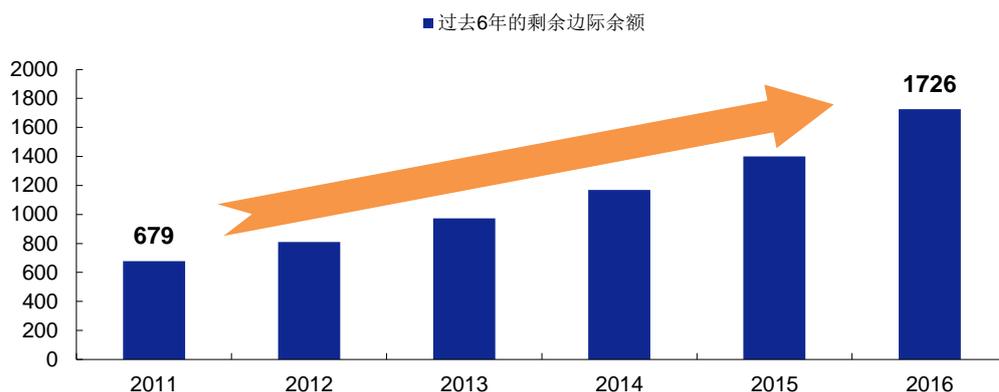
聚焦保障死差益丰厚，剩余边际逐步释放。剩余边际释放由公司业务的规模和质量决定，作为会计准备金的一部分逐年释放，是会计利润的主要来源。2011年至2016年间公司剩余边际复合增速达到21%，截至2016年末公司剩余边际余额达到1726亿元，其中保障型业务贡献较大，占比高达63%，未来公司保障型产品持续增长会带来剩余边际的稳定释放。

图 22：影响会计利润的因素



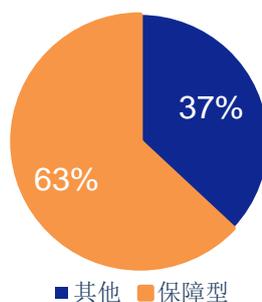
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 23: 剩余边际余额稳步提升 (亿元)



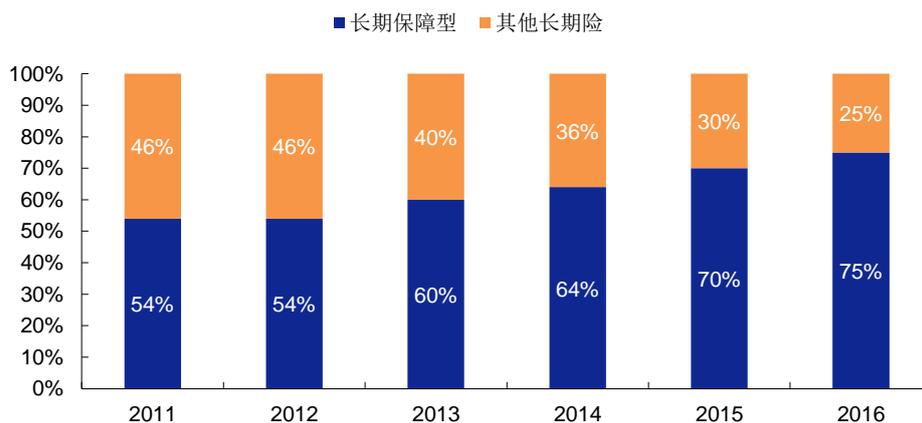
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 24: 剩余边际中保障型占比超六成



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 25: 长期保障型新保剩余边际占比提升



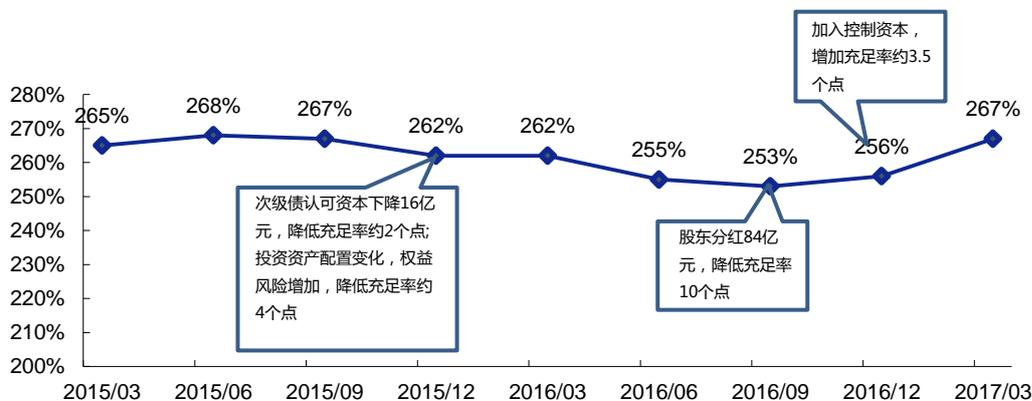
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2.6. 偿付能力溢额维持高位

新业务偿付能力充足。2017 年一季度公司新业务首年偿付能力充足率达到 248%，其中金佑人生、附加金佑、状元红、爱无忧等产品新业务首年偿付能力充足率均超过 200%，新业务偿付能力充足，贡献实际资本 316 亿元，其中占用最低资本 127 亿元，偿付能力溢额达到

189 亿元。

图 26：偿二代下综合偿付能力充足率

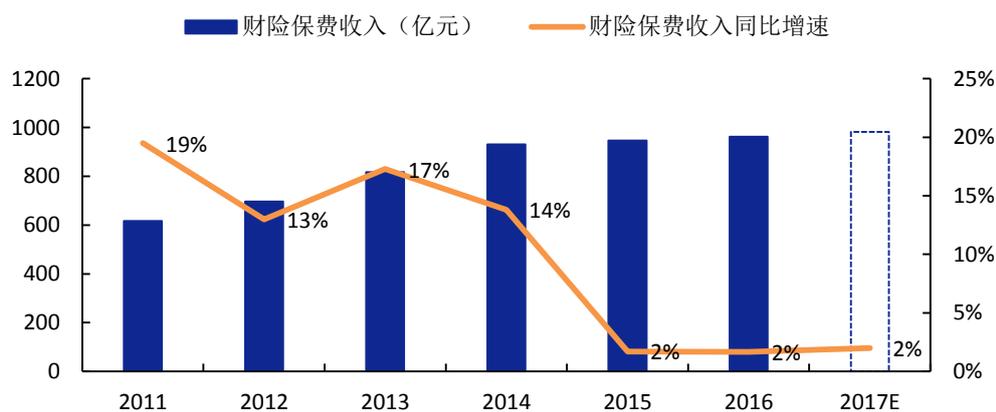


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 产险阵痛转型，盈利逐步改善

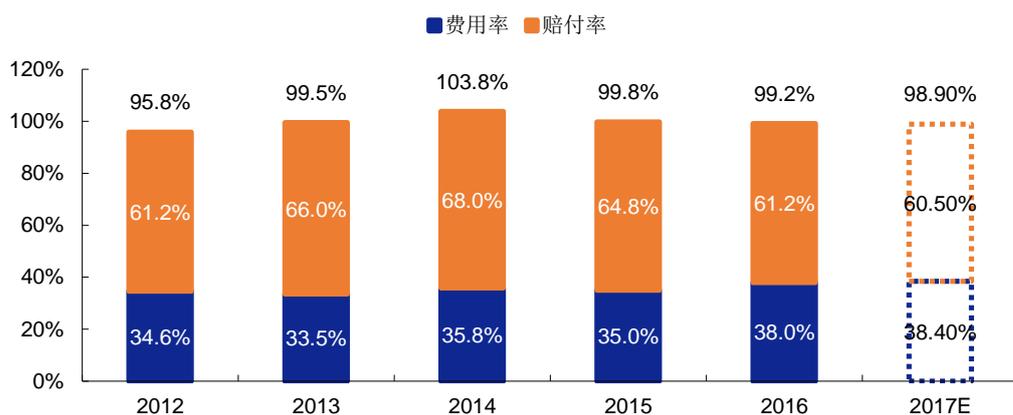
在经历了 2014 年承保亏损以后，太保产险更加重视业务质量，加强风险管控，2015 年即扭亏为盈，综合成本率降至 99.8%，2016 年保费基本持平，但受益于车险业务综合成本率改善至 97.2%，非车险业务中农险业务综合成本率改善至 96.8%，产险总体综合成本率下降至 99.2% (YoY-0.6pc)，盈利能力进一步改善。随着二次商车费改的推进以及保监会进一步整治车险市场乱象，产险行业将呈现出强者恒强的格局，太保产险目前市场份额位居行业前三，竞争优势将越发显现，综合成本率有望继续下降，我们预计 2017 年太保产险综合成本率将降至 98.9%。

图 27：财险保费及其同比增速



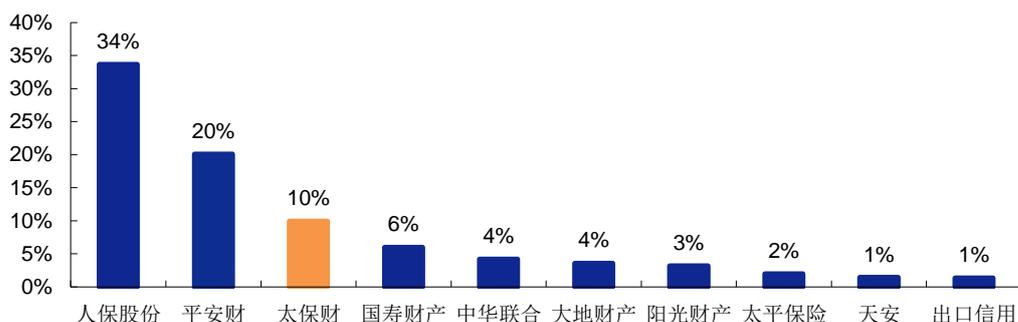
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 28：太保产险综合成本率近年有所下降



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 29：太保产险市场份额位居前三



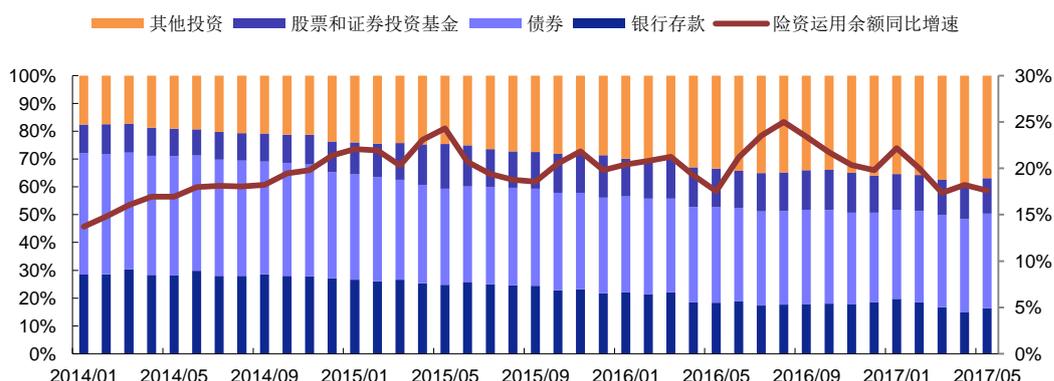
资料来源：保监会，安信证券研究中心

4. 加强非标投资，投资收益率稳中有升

4.1. 行业非标投资占比提升

在资产荒的情况下，非标投资受到了险资的关注，2017 年保险行业非标投资占比持续上升，截至 5 月末非标投资占比达 37%，成为占比最高的投资资产，债券占比基本稳定 (34%)。

图 30: 保险业非标占比提升

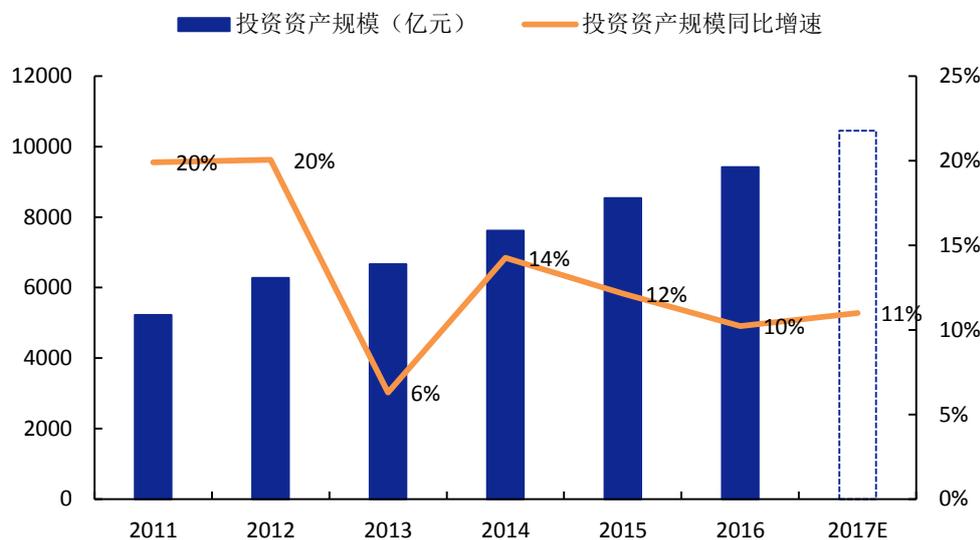


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

4.2. 公司加强非标资产投资

2016 年公司通过加强非标资产投资以获取流动性溢价, 非标资产达到 1240 亿元 (YoY+20%), 占比达到 13%, 在具有外部信用评级的非标资产中, AA 级及以上占比 99.9%, 风险较小。截至 2017 年一季度公司投资资产规模达到 1 万亿元 (YoY+6%), 其中固收类资产占比 81% (QoQ-0.6pc), 权益类资产占比 13% (QoQ+1.4pc), 其中股票和权益型基金占比 6% (QoQ+0.7pc), 资产配置结构基本维持稳定。

图 31: 投资资产规模及其同比增速



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 32：2016 年投资资产配置

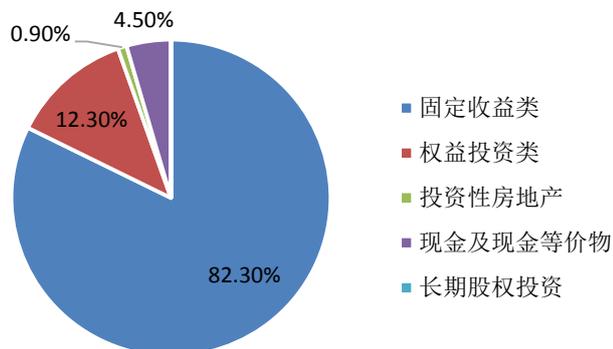
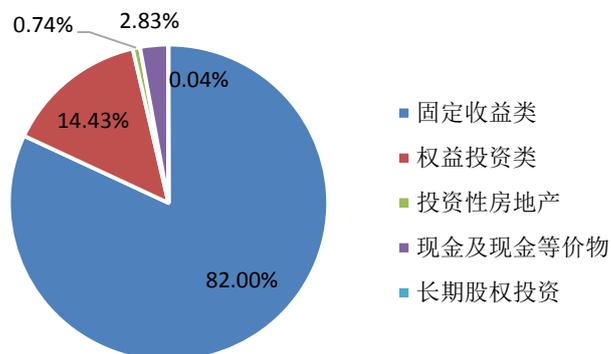


图 33：2015 年投资资产配置



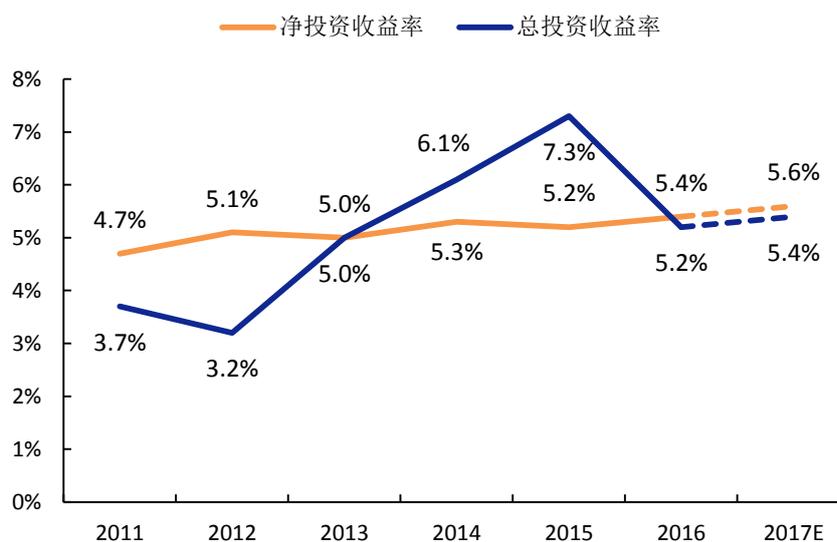
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.3. 净投资收益率稳中有升

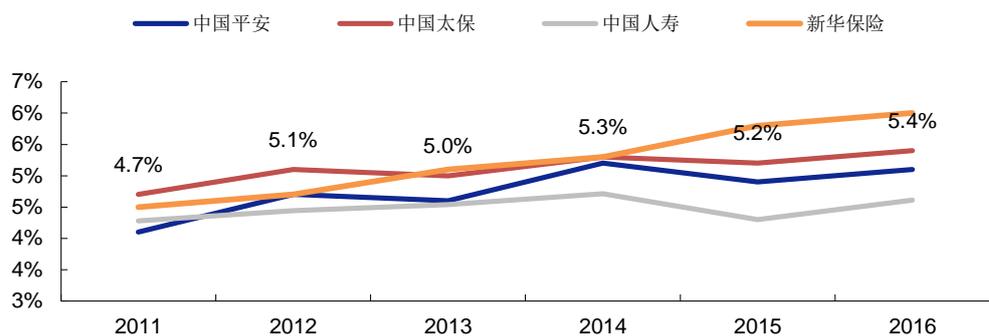
受益于公司较为稳健的资产配置，2013 年以来公司总投资收益率和净投资收益率维持 5.1% 以上。2016 年受益于固定息投资利息收入及权益投资资产分红收入增加，2016 年公司净投资收益率达到 466 亿元 (YoY+17%，平安 YoY+23%，国寿 YoY+11%，新华 YoY+6.5%)，净投资收益率提高至 5.4%。但受到资本市场震荡的影响 (2016 年上证综指-12%，深证成指-19%)，公司总投资收益率降至 5.2%，预计 2017 年公司投资端将维持平稳，净投资收益率预计 5.5% 左右，总投资收益率预计 5.4% 左右。

图 34：净投资收益率稳中有升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 35: 太保净投资收益率相对较好

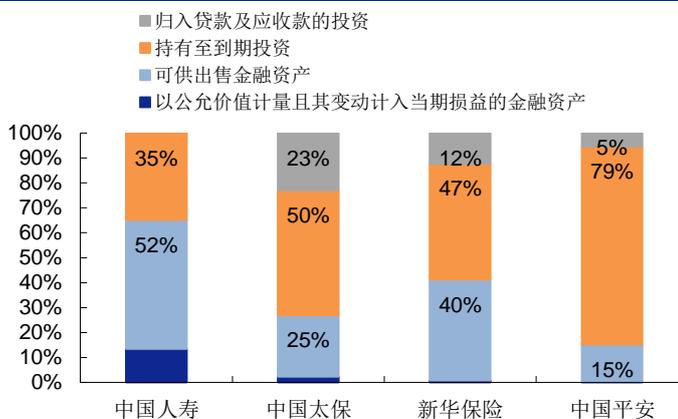


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

4.4. 股债震荡带来投资端承压

市场利率温和上行, 对保险公司投资收益率影响有利有弊。从债券投资角度来看, 利率上行会改善新增债券资产收益率, 但计入 AFS 存量债券资产 (太保占比 25%) 浮亏增加, 短期来看新增资产收益率改善幅度不及存量资产浮亏增加幅度。根据敏感性测试, 如果市场利率提高 50 个基点, 太保利润将减少 0.9 亿元。而 2017 年二季度以来上证综指回调 2%, 对权益类投资浮盈也带来负面影响。

图 36: 债券资产在会计科目中的分布 (2016 年)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表 2: 上市险企利率风险敏感性测试

条件	对应亏损
新华保险	税前利润减少 6 百万元 其他综合收益减少 3.4 亿元
中国人寿	税前利润减少 1.6 亿元 其他综合收益减少 69 亿元
中国太保	利润总额减少 0.9 亿元 股东权益减少 29 亿元
中国平安	利润总额减少 2.5 亿元 股东权益减少 56 亿元

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

5. 行业价值驱动力由利差益转为死差益

5.1. 监管引导“保险姓保”

产品本质弱化成监管重点。2017年4月份以来监管部门密集出台了大量新政，其中针对“产品本质弱化”等人身保险产品现象进行了着重监管。产品本质弱化现象主要体现在产品销售、设计以及责任三方面。例如，在销售宣传时强调投资、快速返还等内容而弱化保险产品的保障、持续性等本质的保险产品；只能趸交保费的万能险，与产品特性相违背、暗示“保证收益”的投连险产品；以及以消费者所交保费为限给付保险金、不承担但风险保障责任的团体医疗保险责任设计。

监管层着力规范产品开发设计。保监会颁布了《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》，通知中提出了7项整改要求，涵盖多个险种，引导规范保险公司产品设计开发行为，回归保险本源，防范经营风险。在监管政策的影响下，2017年10月1日后短期理财型产品供给将大量减少，长期产品理财功能弱化，保障型产品重要性进一步提升。

表 3：近期保险相关政策梳理

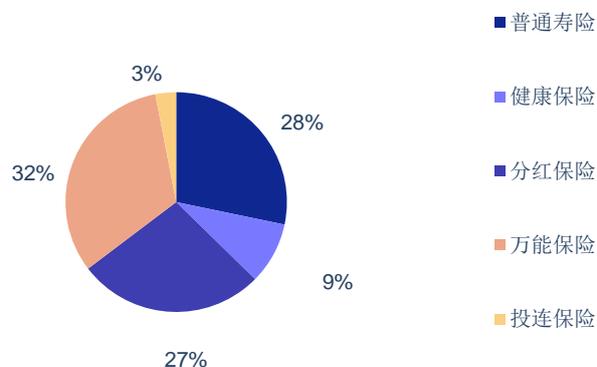
日期	事件	要点
2016-3-18	《关于规范中短存续期人身保险产品有关事项的通知》	对中短存续期产品的实际存续期间由不满3年扩大到不满5年，并立即停售存续期限不满1年的中短期存续产品，同时提出期限在1年以上且不满3年的中短存续期产品的规模3年后控制在总体限额的50%之内。
2016-12-29	《保险公司股权管理办法（征求意见稿）》	加强股东监管，确保保险姓保。内容主要包括三大方面，一是股东准入标准更加严格，投资入股行为更加规范，将保险公司股东分为财务类股东、战略类股东、控制类股东三类；二是强化股权结构监管，防范不正当利益输送风险，将单一股东持股比例上限由51%降低至1/3；三是加强资本真实性核查，确保资金来源真实合法。
2016-12-30	《关于进一步加强人身保险监管有关事项的通知》	针对目前保险行业存在的部分公司中短存续期业务占比较高、精算规定等监管制度执行不到位等问题，保监会拟建立人身保险公司保险业务分级分类监管制度，同时进一步加强人身保险公司分支机构市场准入监管，中短存续期产品季度规模保费收入占当季总规模保费收入比例高于50%的人身保险公司一年内将不予批准新设分支机构。
2017-1-3	《财产保险公司保险产品开发指引》	主要内容包括两大方面，一是从规范保险条款费率的角度，对公司条款费率的基本原则、框架要素、重点条款、费率要求和命名规则等进行规范，明确保险公司不得承保既有损失可能又有获利机会的投机风险的保险产品；二是从引导保险公司建立产品开发和使用管理内控制度的角度，对产品开发机构、职责权限、流程、经营使用和评估修订等进行规范。
2017-1-24	《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》	①将股票投资分为一般股票投资、重大股票投资和上市公司收购三种情形，根据持股份额变化，实施层层递进的差别监管，并进一步明确了重大股票投资和上市公司收购的监管要求。 ②保险机构投资单一股票的账面余额不得高于本公司上季末总资产的5%（此前未10%），投资权益类资产的账面余额合计不得高于本公司上季末总资产的30%（此前为40%）。
2017-2-7	《关于报送中短存续期业务报告的通知》	要求自2017年1月1日起，各人身保险公司中短存续期产品相关数据按月报送。
2017-4-20	《中国保监会关于进一步加强保险监管维护保险业稳定健康发展的通知》	《通知》全面分析了保险业面临的形势，明确了当前和今后一个时期加强保险监管、治理市场乱象、补齐监管短板、防范行业风险的主要任务和总体要求。
2017-4-23	《中国保监会关于进一步加强保险业风险防控工作的通知》	明确指出了当前保险业风险较为突出的九个重点领域，并对保险公司提出了39条风险防控措施要求，涉及10个方面。
2017-5-4	《中国保监会关于保险业支持实体经济发展的指导意见》	从构筑实体经济风险保障体系、引导保险资金服务国家发展战略、创新保险服务实体经济形式、持续改进保险监管四方面重点发力支持实体经济发展。
2017-5-16	《中国保监会关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》	首次生存保险金给付应在保单生效满5年之后，每年给付或部分领取比例不得超过已交保险费的20%，且保险公司不得以附加险形式设计万能型保险产品或投资连结型保险产品。
2017-5-22	《关于债权投资计划投资重大工程有关事项的通知》	优化增信安排，明确了保险资金通过债权投资计划形式投资重大工程的支持政策，提出债权投资计划投资经国务院或国务院投资主管部门核准的重大工程，且偿债主体具有AAA级长期信用级别的，可免于信用增级。提高注册效率，对投资“一带一路”建设等国家发展战略的重大工程的债权投资计划，建立专门的业务受理及注册绿色通道

资料来源：保监会，安信证券研究中心

5.2. 保单保障水平有较大提升空间

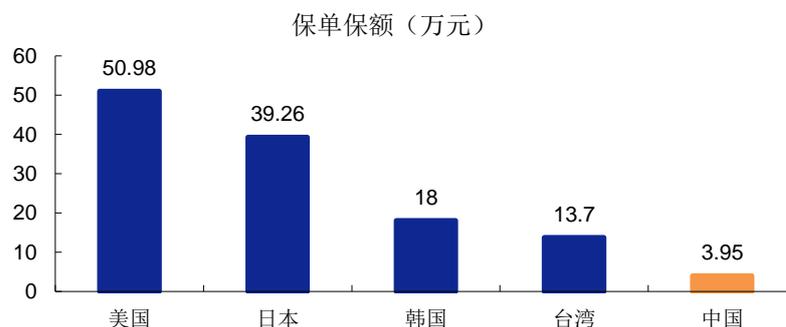
我国保险行业保障水平将持续提升。首先，长期以来我国保险产品以理财为主，未来将逐步提消费属性。世界主要寿险市场的主要产品包括年金保险、普通寿险和健康险，更加偏向于保障，根据《保险监管参考》第 918 期《我国内地与国际主要保险市场人身保险产品对比研究》数据，英美主要以年金保险为主，英国年金保险占比 90%，美国年金保险占比 55%，日本和香港则是以普通寿险为主，日本普通寿险占比 69%，香港普通寿险占比 44%，而中国大陆市场则是以万能险为主，占比 32%，意味着长期以来我国保险产品还是以理财为主，保障性不足。其次，我国保单保额仍然较低。中国大陆人均寿险保额（总保额/总人口）仅有 5050 元，仅为发达保险市场的 14% 左右。造成人均保额较低的重要原因在于大陆地区的单均保额较低，仅为 3.95 万元，为发达保险市场的 10%-30%。

图 37：中国大陆保险产品以往以万能险为主



资料来源：《保险监管参考》第 918 期《我国内地与国际主要保险市场人身保险产品对比研究》，安信证券研究中心

图 38：中国保单保额处于较低水平



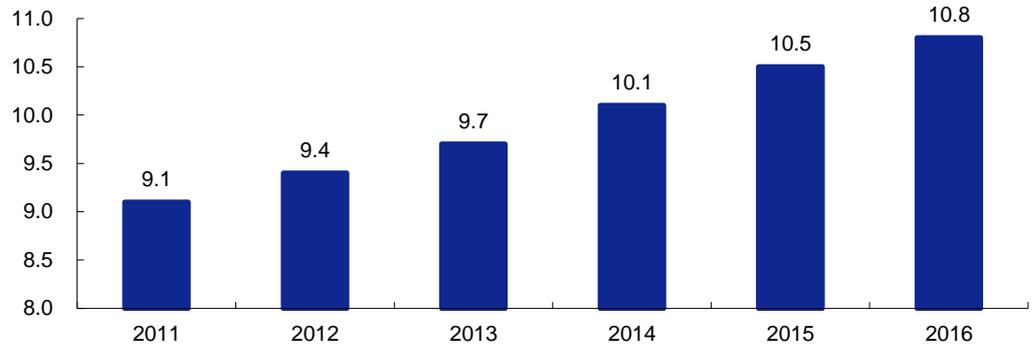
资料来源：LIAJ、MIC、FSS、KLIA、statista 网站、data.gov.tw 网站、《保险监管参考》第 99 期《我国个人寿险保障水平分析报告》，安信证券研究中心

5.3. 保险消费属性凸显

近年来保险的“消费品”属性正在逐步加强，主要原因在于保险保障水平持续提升，此外中产阶级逐步崛起促进消费升级（随着中产阶级家庭数量激增，以养老和健康医疗为主的保障

型保险将拥有长期且可持续的需求)、老龄化加剧抬升对健康、养老的关注(目前我国老龄化程度已经超过 10%，老龄化催生寿险产品和健康险产品的需求)、消费者更加理性(理财型保险产品费率高于消费型产品，消费型保险产品较之理财型保险更加划算)也是主要推动力。

图 39：我国 65 岁及以上人口占比逐年提升 (%)

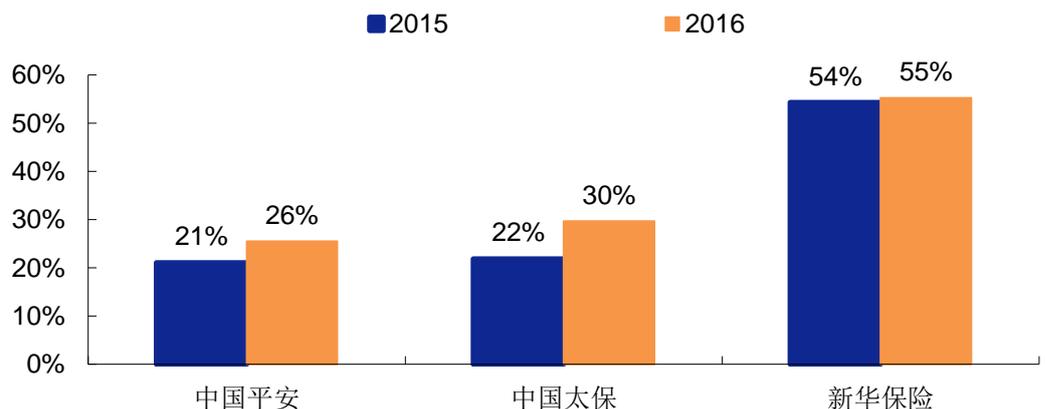


资料来源：Wind，安信证券研究中心

5.4. 长期驱动力将向死差益转型

在消费升级的大环境下，保险产品消费属性不断增强，结构持续优化，死差益占比提升，承保利润对保险公司价值的贡献不断加强。在“保险姓保”经营思路的引导下，保险公司加强对传统寿险和意外健康险的开发与推广(平安 26%/太保 30%/新华 55%)，满足投保人日益增长的消费需求。

图 40：2016 年上市险企保障型产品占比提升



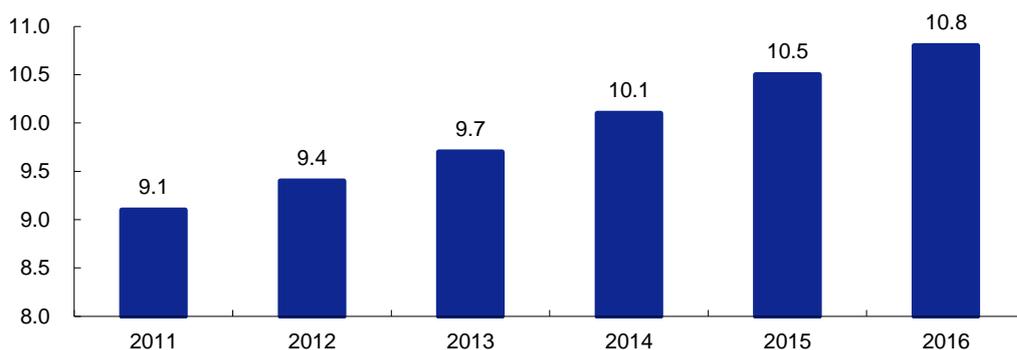
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5.5. 养老个税递延呼之欲出，消费升级市场扩容

2017 年 7 月国务院办公厅印发《关于加快发展商业养老保险的若干意见》(以下简称《意见》)对商业保险机构一年期以上人身保险保费收入免征增值税，并明确 2017 年年底启动个人税收递延型商业养老保险试点。

老龄化发展提升养老保障需求。随着中国劳动年龄人口总数到顶回落，2015年中国16至59岁劳动年龄段人口占比下降至71.9% (Wind数据)，预计到2020年末人口老龄化率将会达到18.9%，到2030年将逐步进入人口老龄化的高峰期，带动养老保障需求提升。而保监会副主席黄洪指出，2016年具备养老功能的人身保险保费收入为8600亿元，在人身保险保费收入中的占比为25%，其中退休后分期领取的养老年金保险的保费收入1500亿元，在人身保险保费收入中的占比仅为4.4%。精算技术相对发展较慢、社会商业保险意识不够、以及此前政策支持不足，使得我国商业养老险发展较为缓慢。

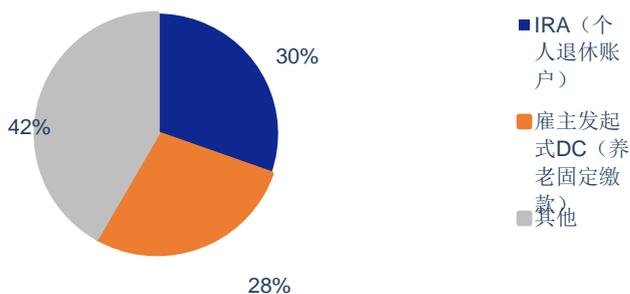
图 41：我国 65 岁及以上人口占比逐年提升 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

个税递延养老将加快养老体系第三支柱发展。与美国类似，我国养老体系由三大支柱组成，第一支柱是社会基本养老保险，第二支柱是企业年金，第三支柱是个人退休账户，第三支柱在美国体现为由政府提供税收优惠、个人自愿参与的补充养老金计划（美国IRA），在国内则主要靠个人购买商业养老保险。截止2015年底美国私人养老金总资产高达24万亿美元，其中，IRA持有养老金资产约为7.3万亿美元，占比近1/3，主要原因在于美国政府税收政策推动以及IRA具有灵活便捷等优势。目前，我国保险业的第一支柱仅能保证老年人温饱需要，第二支柱所覆盖的劳动者也较为有限，而作为第三支柱的商业养老保险发展相当不足，因此，以自我保障为主的养老保险市场空间巨大，在人口老龄化加速的大背景下，未来随着个税递延试点在年底前启动，商业养老保险将迎来发展。

图 42：美国私人养老金资产分布（2015 年）



资料来源：《2016年美国基金业年鉴》，安信证券研究中心

个税递延养老方案将带来千亿保费增量。由于在购买保险和领取保险金的时候，投保人处于不同的生命阶段，其边际税率有非常大的区别，个税递延对于投保人有一定的税收优惠，从而将能够拉动个人购买养老险的需求。根据测算，未来如果个税递延养老方案落地，将为保险行业带来千亿保费增量。

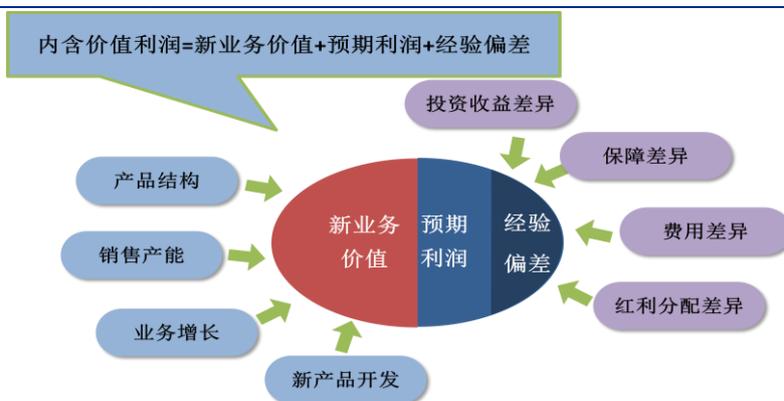
保险消费与保障属性提升带来发展空间。《意见》提出一年期以上人身保险保费收入免征增值税，将进一步带动保险行业长期保障型产品发展，推动新业务价值率提升，强化“保险姓保”。一方面，从长期来看，保险公司聚焦保障型产品和期缴产品，死差益占比提升，业务质量大幅提升，保险业基本面整体向好，保障属性提升。另一方面，保险产品回归保障迎合了社会大众需求，预计未来消费水平提升、人口老龄化等外部因素，将与保险产品回归保障等公司内部因素将形成良性循环，推动保险产品属性持续由理财向消费转化。在消费属性与保障属性双轮驱动下，保险发展前景可期，仍属朝阳行业。

6. 估值与盈利预测

6.1. 内含价值稳升，假设审慎合理

寿险业务“价值增长”基本路径为“内含价值利润”，而内含价值利润=新业务价值+预期利润+经验偏差，其中产品结构、销售产能、业务增长情况以及新产品开发情况决定了新业务价值情况，而经验偏差则包括投资收益差异、保障差异、费用差异以及红利分配差异。

图 43：寿险业务“价值增长”的基本路径



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司内含价值稳步提升，假设较为审慎。2011年至2016年公司内含价值复合增速达到20%，2016年内含价值1816亿元（YoY+20%），同比增速高于同业（平安15%/国寿16%），与此同时公司内含价值采用审慎合理的假设，上市以来实际收益率超过稳定的精算假设，同时2013年以来公司加强和改善资产负债管理，投资收益率更加稳健。

公司营运偏差率较小。保险公司可用营运经验偏差率（营运经验偏差/内含价值）作为内含价值假设是否审慎合理的标准，太保2008年至2016年平均营运经验偏差率为0.03%，维持较低水平，2016年该指标也仅有0.3%的低水平。

图 44：公司营运价值偏差率较低



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

6.2. 盈利预测

我们预计中国太保 2017-2019 年寿险保费同比增速分别达到 29%、23%、19%，财险保费同比增速分别为 2%、3%、4%，新业务价值同比增速分别为 35%、29%、25%，归母净利润同比增速达到 -1%、19%、23%，EPS 分别为 1.31 元、1.56 元、1.92 元。

6.3. 估值：目标市值 3821 亿元

6.3.1. 寿险业务目标市值 3350 亿元

参考公司 2015 年以来 PEV 倍数平均约为 1.2 倍，借鉴香港友邦保险经验，在寿险业务结构优化的过程中，估值会逐步提升，我们给予公司 PEV 倍数 1.5 倍，对应目标市值 3350 亿元。

图 45：2015 年以来公司 PEV 平均为 1.2 倍

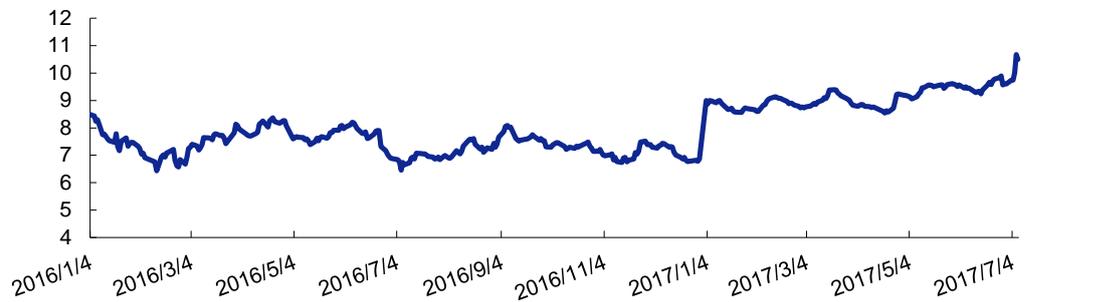


资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

6.3.2. 产险业务目标市值 470 亿元

中国财险 2016 年以来平均 PE 估值在 8 倍，考虑到目前 A 股保险股较港股平均溢价率在 20% 左右，我们给予太保产险 10 倍 PE 估值，对应市值 470 亿元。

图 46: 中国财险 2016 年以来 PE 平均值为 8 倍



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

综上所述,公司合计目标市值 3821 亿元,以当前 90.6 亿股计算,给予公司目标价 42.17 元。

7. 往期公司重点报告

表 4: 报告列表

报告标题	日期
寿险人力产能双升,投资稳健价值大增	2017-3-30
个险新单强劲增长,产险业务稳健发展	2016-10-31
个险高速增长,投资收益承压	2016-8-29
转型谋突破,个险促发展	2016-7-11
个险新单高速增长,产险盈利保持稳定	2016-5-2
寿险拉动增长,多元合作推进	2016-3-28
携手迪士尼,点亮保险梦	2016-3-2

资料来源: 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	247,202	267,014	302,551	352,324	404,788	资产：					
已赚保费	189,376	219,573	253,015	293,175	334,946	货币资金	9,500	15,257	11,381	12,781	14,353
保费业务收入	203,305	234,018	275,316	319,015	364,468	交易性金融资产	17,764	27,190	27,190	22,761	25,561
其中：分保费收入	185	159	27,532	31,901	36,447	买入返售金融资产	14,691	21,138	3,414	3,834	4,306
减：分出保费	13,405	13,649	22,025	25,521	29,157	可供出售金融资产	218,062	258,711	250,376	281,172	315,756
减：提取未到期责任准备金	524	796	275	319	364	持有至到期投资	310,343	304,874	432,467	485,661	545,397
投资净收益	55,552	45,630	42,533	50,860	60,145	长期股权投资	324	151	341	383	431
公允价值变动净收益	52	-768	4,726	5,651	6,683	固定资产	9,584	16,015	19,347	21,727	24,399
其他业务收入	2,113	2,462	2,277	2,639	3,015	定期存款	154,398	132,226	227,614	255,611	287,051
二、营业支出	223,022	250,942	287,485	334,391	382,764	其他资产	11,382	9,918	228	256	287
退保金	25,217	13,538	33,038	41,472	47,381	总资产	923,843	1,020,692	1,138,072	1,278,054	1,435,255
赔付支出	84,183	91,238	93,607	106,870	122,097	负债：	0	0	0	0	0
减：摊回赔付支出	7,640	7,409	11,013	12,761	14,579	卖出回购金融资产款	28,967	39,104	39,833	44,732	50,234
提取保险责任准备金	52,167	72,368	83,971	95,704	109,340	预收保费	17,265	22,326	10,243	11,502	12,917
减：摊回保险责任准备金	1,080	1,676	1,927	2,233	2,551	应付手续费及佣金	2,781	3,470	3,073	3,451	3,875
保户红利支出	7,054	7,735	8,259	8,932	9,112	应付分保账款	3,396	5,775	4,894	5,496	6,172
分保费用	30	40	55	64	73	应付职工薪酬	2,819	3,871	3,414	3,834	4,306
营业税金及附加	6,576	2,938	6,883	7,975	9,112	应交税费	4,283	4,683	4,552	5,112	5,741
手续费及佣金支出	24,969	35,166	27,532	31,901	36,447	应付利息	340	395	3,414	3,834	4,306
管理费用	29,018	33,719	38,269	46,257	54,670	应付赔付款	14,720	16,605	17,071	19,171	21,529
减：摊回分保费用	3,902	4,308	5,506	6,380	7,289	应付保单红利	19,014	21,735	22,761	25,561	28,705
其他业务成本	3,425	6,467	8,810	10,208	11,663	保户储金及投资款	40,084	48,855	51,213	57,512	64,586
资产减值损失	320	1,141	5,506	6,380	7,289	未到期责任准备金	39,736	41,124	54,058	60,708	68,175
三、营业利润	24,180	16,072	15,066	17,933	22,024	未决赔款准备金	36,216	36,643	43,588	48,949	54,970
加：营业外收入	187	167	166	197	242	寿险责任准备金	523,362	589,799	648,701	728,491	818,095
减：营业外支出	56	154	75	90	110	长期健康险责任准备金	21,765	26,260	22,761	25,561	28,705
四、利润总额	24,311	16,085	15,156	18,041	22,156	长期借款	0	0	114	128	144
减：所得税	6,273	3,801	3,031	3,608	4,431	应付债券	19,497	11,498	27,314	30,673	34,446
五、净利润	18,038	12,284	12,125	14,432	17,725	递延所得税负债	2,499	937	1,707	1,917	2,153
						其他负债	11,223	12,572	11,381	12,781	14,353
						负债合计	788,161	885,929	982,156	1,105,517	1,251,542
每股数据(元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	所有者权益：	0	0	0	0	0
每股净资产	14.71	14.54	16.89	18.69	19.87	股本	9,062	9,062	9,062	9,062	9,063
每股盈利	1.96	1.33	1.31	1.56	1.92	资本公积金	66,742	66,742	92,184	103,522	116,256
每股内涵价值	20.04	27.14	32.55	37.39	43.03	盈余公积金	4,171	4,835	4,894	5,496	6,172
估值水平	2015A	2016A	2016E	2017E	2018E	未分配利润	37,728	38,772	44,086	48,067	45,046
P/B	2.39	2.42	2.08	1.88	1.77	少数股东权益	2,346	2,999	2,845	3,195	3,588
P/E	17.96	26.41	26.80	22.51	18.33	归属于母公司所有者权益	133,336	131,764	153,071	169,342	180,125
P/EVPS	1.75	1.29	1.08	0.94	0.82	益					
						所有者权益合计	135,682	134,763	155,916	172,537	183,713

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀、贺明之声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034