

公司简评研究报告 ● 保险行业

2011年10月18日

中国太保 2011 年三季报点评： 个险新单猛增强化全年利润预期

投资要点：

一、事件

中国太保周二晚间发布三季度公告，2011 年前三季度，公司实现保险业务收入 1213.78 亿元，较上年同期增长 12.3%；归属于母公司股东净利润 70.18 亿元，同比增长 43.1%。寿险收入同比增长 8.2%。产险收入同比增长 19.5%。

二、我们的分析与判断

(一) 个险新单迅猛增长带动寿险业绩远超市场

银保销售限制的影响则持续至今，银保渠道业绩贡献进一步降低，结合三季度投资市场波动的大背景，寿险市场的消费属性逐步凸显。虽然与去年九月相比，太保个险新单略有下滑，但是依然为前九月的总保费增长提供了强大动力。

(二) 产险保费年度增幅达到近年峰值

由于去年四季度汽车销售的高基数可能导致同比增幅有限，前八个月 17% 的产险保费同比增幅远低于去年同期 32% 的水平，但仍预期太保产险年度增速将坚持上扬态势。

(三) 利润表现保持强劲，估值支撑进一步加强

在前三季度，由于已赚保费、投资收益的大幅增加及责任准备金提取的相对放缓，净利润增长达到 43% 的水平，并有望在四季度进一步加快增速。我们预计全年准备金的评估利率将高于现在的水平，并将进一步释放会计利润。

三、投资建议

预计在未来三年，EPS 将达到 1.0/1.3/1.5 元，在 2011 年 13 倍新业务价值倍数假设下，合理估值区间 24-25 元。2011 年，寿险板块个险营销迅猛增长与评估利率的上行合力拉高业绩表现，尚处在盈利周期高峰的产险板块也将加大业绩贡献。在 2011-2013 年，每股内含价值估值为 7.6/9.5/11.0 元，隐含 PE 分别为 19/15/12x。

维持之前作出的推荐评级。

中国太保 (601601.SH)**推荐 维持评级****分析师**

叶云燕 金融行业分析师

■：(8610) 6656 8028

✉：yeyunyan@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511010006

特此鸣谢

唐子佩 (8610) 6656 4030

(tangzipei@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2011.10.18

A股收盘价(元)	19.31
市盈率	19.1
市净率	2.3
内含价值倍数	2.5
隐含新业务倍数	6.3
每股内含价值	7.7
每股新业务价值	0.8

相关研究

《保险行业中期策略：短期波动不影响市场长期发展态势》
11.06.26

一、事件背景

中国太保周二晚间发布三季度公告，2011 年前三季度，公司实现保险业务收入 1213.78 亿元，较上年同期增长 12.3%；归属于母公司股东净利润 70.18 亿元，同比增长 43.1%。寿险收入同比增长 8.2%。产险收入同比增长 19.5%。

二、我们的分析判断

(一) 个险新单迅猛增长带动寿险板块业绩远超市场

中国太保今年前九月按照《保险合同相关会计处理规定》处理后的寿险保费达到人民币 745 亿元，与去年同期的 728 亿元相比增长 2.4%。此业绩水平依然高于寿险市场整体水平，在今年前八月，寿险市场保费同比下降 6.8%。76 亿元的单月保费较去年同期的 77 亿元下降 1.8%，月度保费同比增长较上月略有上升，但仍未摆脱贫增长态势。

在前三季度，太保个险新单的迅猛增长远超市场同业。银保销售限制的影响则持续至今，银保渠道业绩贡献进一步降低，结合三季度投资市场波动的大背景，寿险市场的消费属性逐步凸显。虽然与去年九月相比，太保个险新单略有下滑，但是依然为前九月的总保费增长提供了强大动力。公司“聚焦期缴，聚焦营销”的产品战略转型初见成效，个险渠道对保费的贡献力度日益加强，同时带动个险续期保费的迅猛增长。

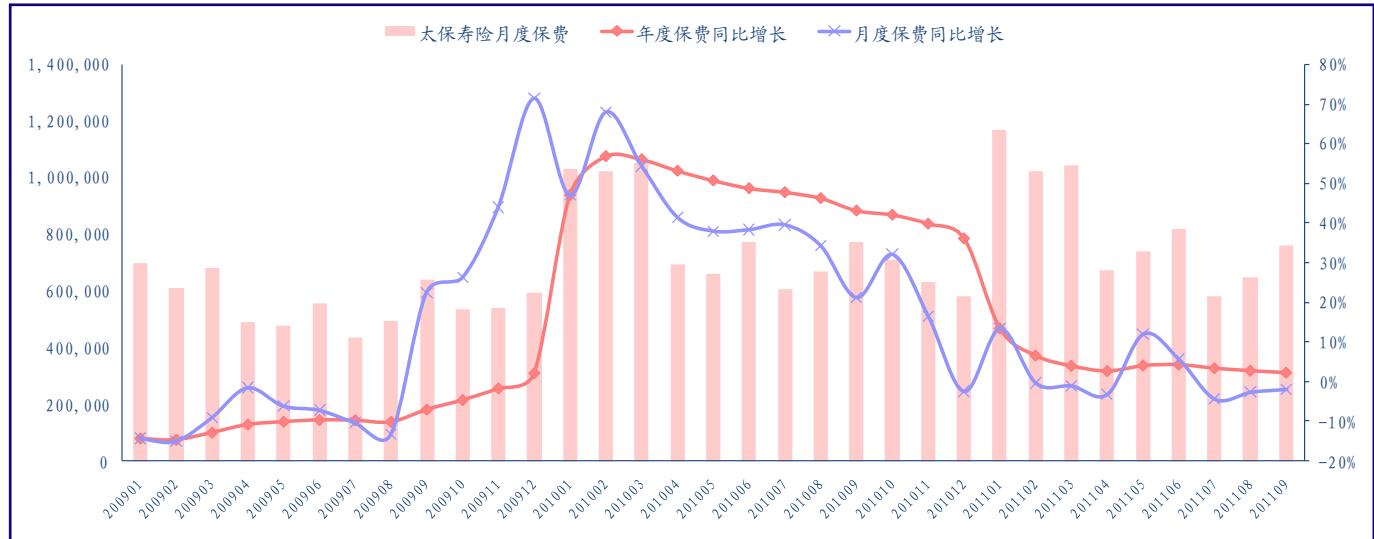
市场占有率方面，今年前八月，寿险市场集中度一路攀升至年内新高，于此同时，与寿险市场主要竞争对手相比，太保寿险市场占有率轻微下滑。其中，在北上深三个典型市场，北京和深圳市场占有率趋于稳定，深圳则略有下滑。

图 1：尽管高基数效应逐渐淡化，全国寿险市场下滑趋势进一步强化



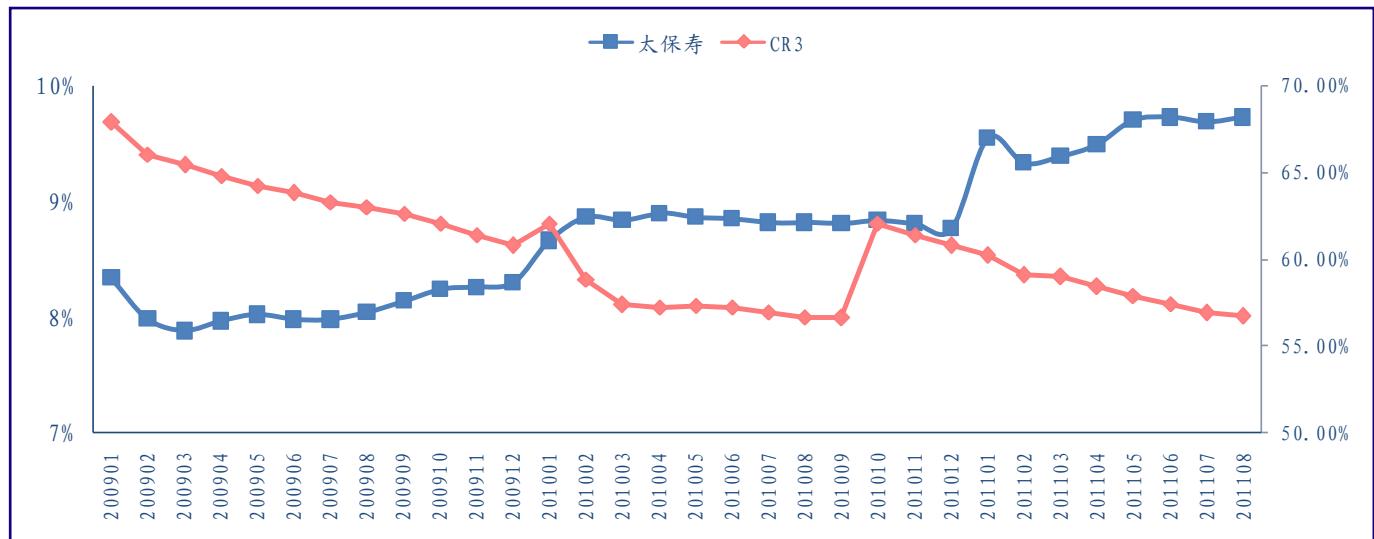
资料来源：中国银河证券研究部，中国保监会

图 2. 太保月度保费同比增持续上升，预期即将转正



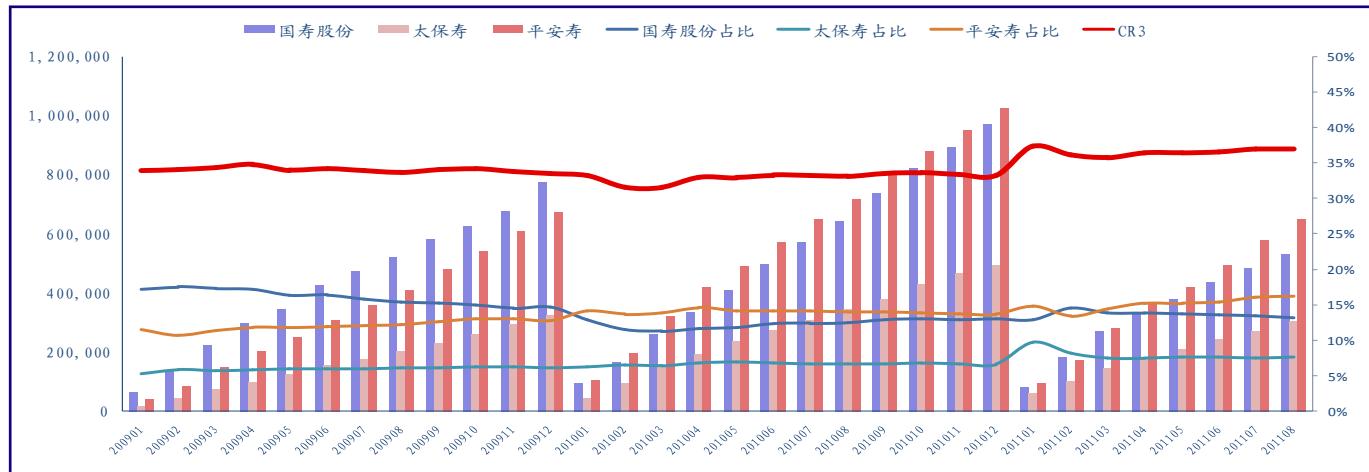
资料来源：中国保监会，Wind 资讯，中国银河证券研究部

图 3. 寿险市场集中度一路攀升至年内新高，太保寿险市场占有率轻微下滑



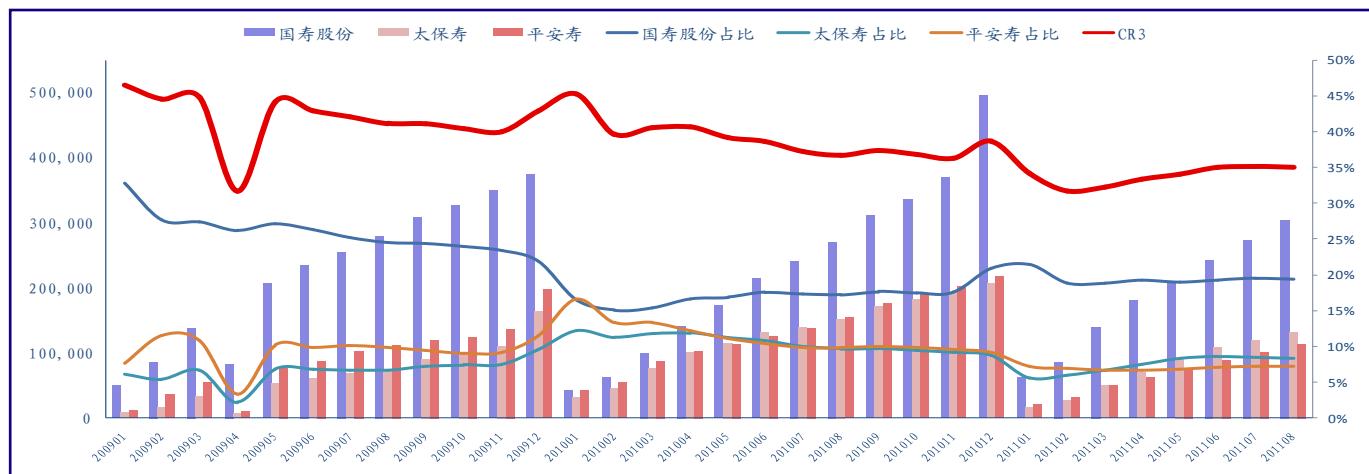
资料来源：中国保监会，Wind 资讯，中国银河证券研究部

图 4. 北京寿险市场占有率趋于稳定



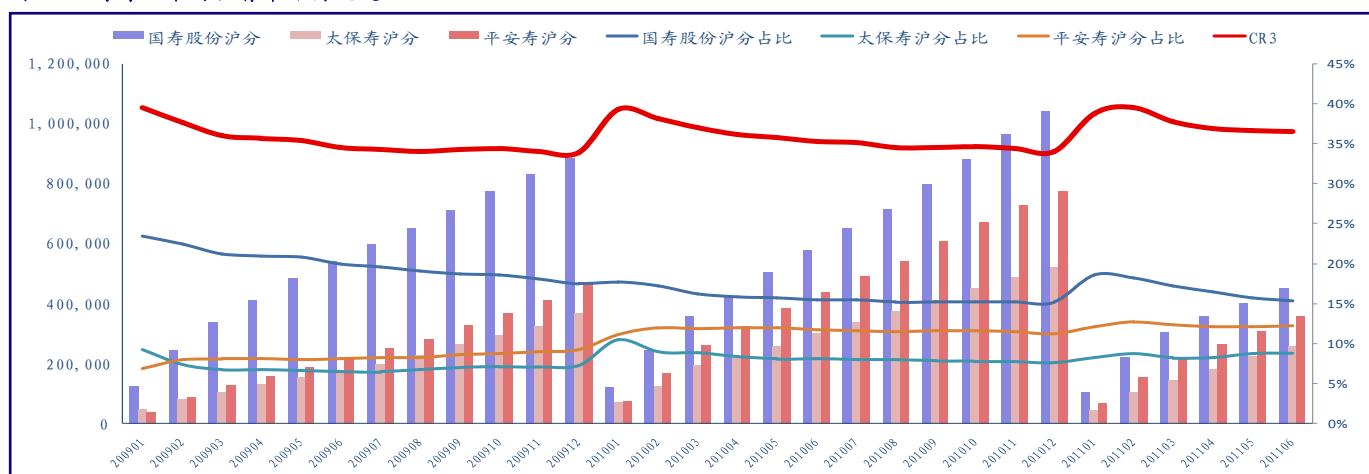
资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

图 5. 深圳寿险市场占有率略有下滑



资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

图 6. 上海寿险市场占有率保持稳定



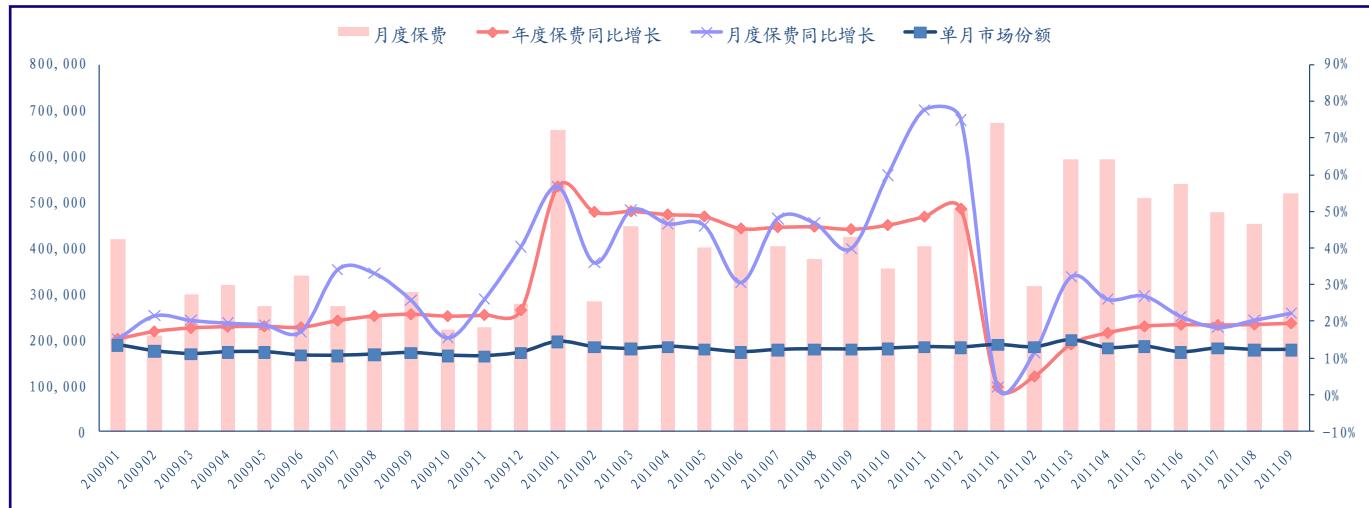
资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

(二) 产险保费年度增幅达到近年峰值

中国太保今年前九月产险保费达到人民币 467 亿元，与去年同期的 391 亿元相比增长 19.5%。在未来的几个月，随着传统销售旺季的到来，汽车市场有望趋于活跃，同时汽车行业保持小幅增速的态势有望得到延续。但由于去年四季度汽车销售的高基数也可能导致同比增幅有限。目前国内汽车销售和产险业绩相关性居高不下，前八个月 17%的产险保费同比增幅远低于去年同期 32%的水平，在如此整体环境背景之下，太保产险年度增速仍坚持上扬态势，达到 19.5%的年内峰值。

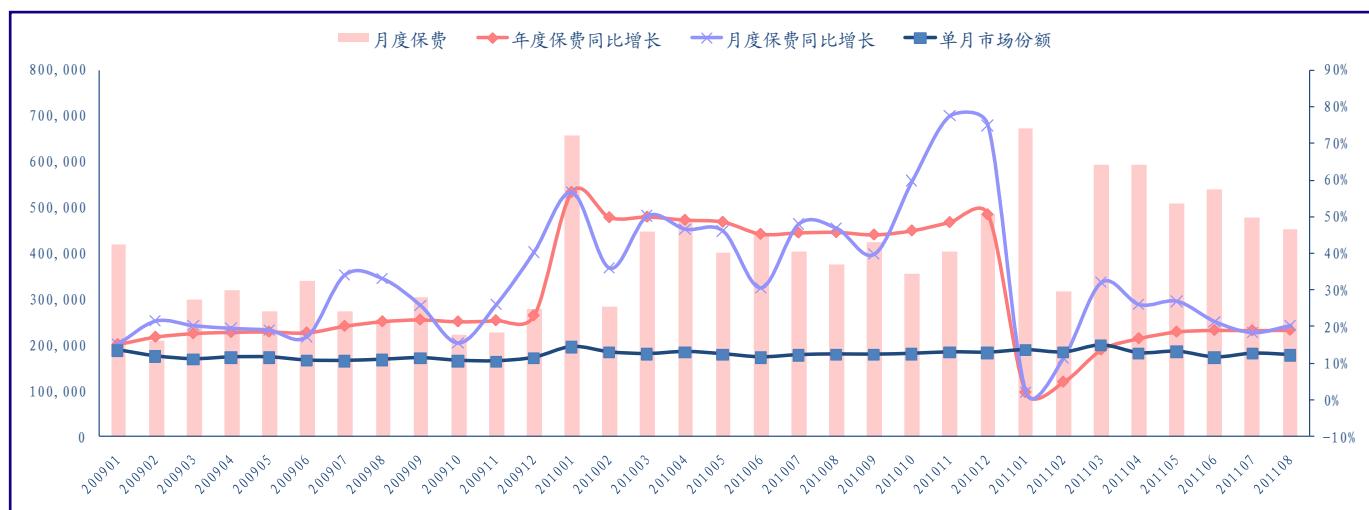
今年前三季度，产险市场竞争基本呈现去集中化态势，在典型市场北上广中，太保财险在北京和上海的市场占有率保持稳定，而深圳市场则相对下滑。

图 7. 新车销售出现全市场下滑，产险保费总体弱于去年同期表现



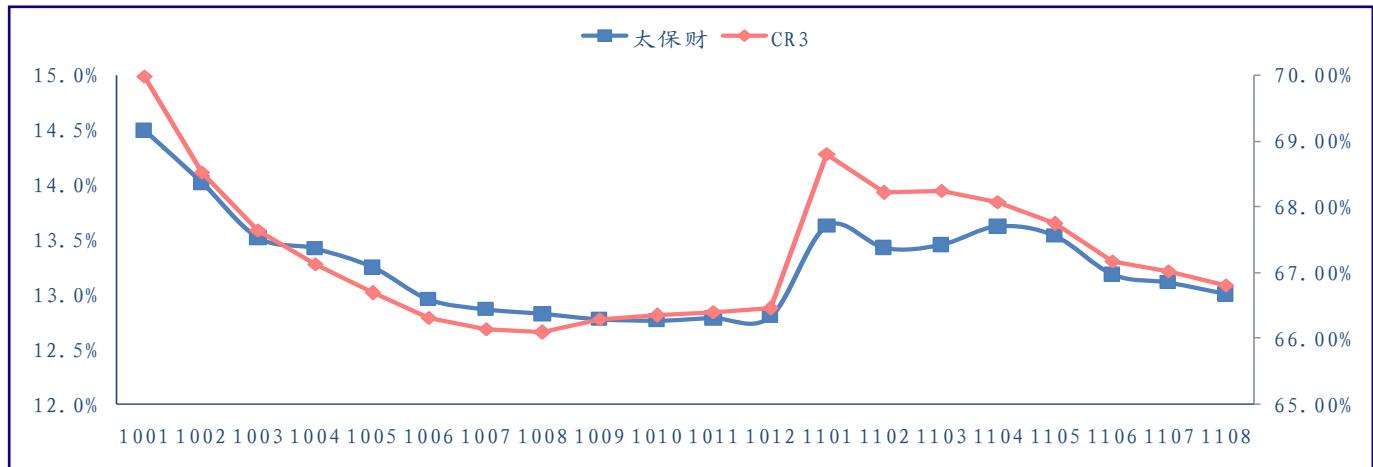
资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

图 8. 太保产险年度保费增速逐渐上扬，达到近年历史峰值



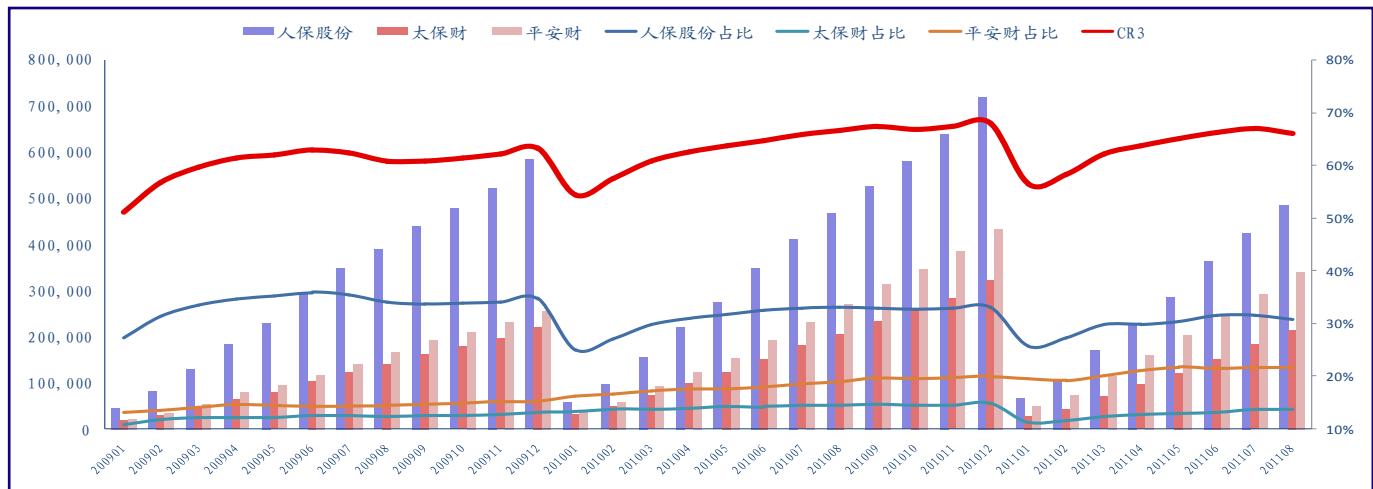
资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

图 9. 产险市场竞争呈分散化态势，太保市场占有率亦相应下滑



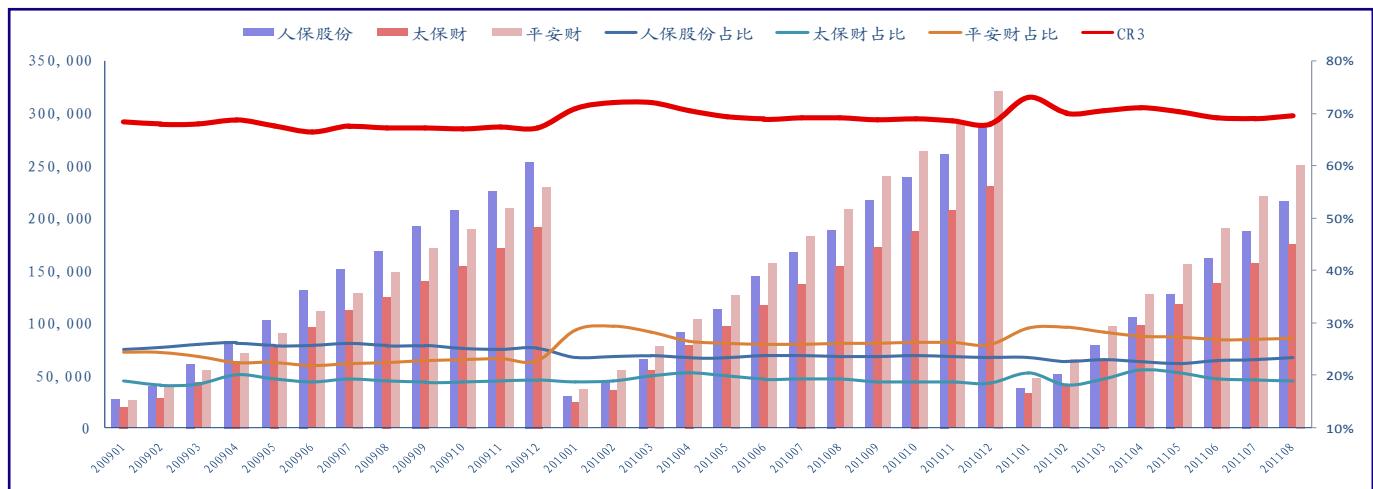
资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

图 10. 北京市场占有率稳健上升

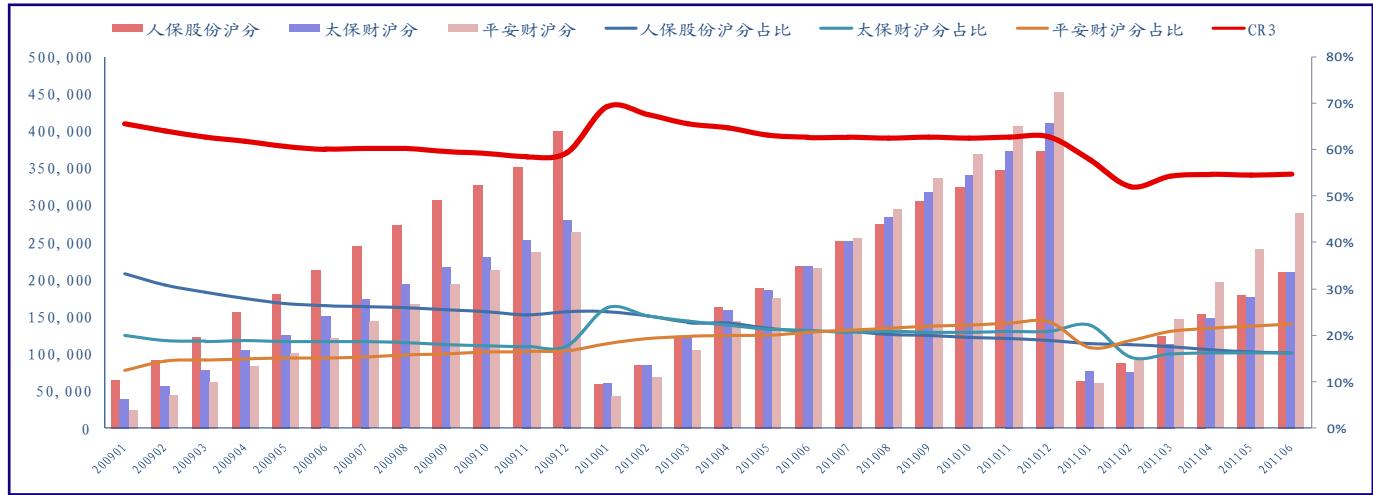


资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

图 11. 深圳财险市场占有率相对下滑



资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

图 12. 上海财险市场占有率达到稳定


资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

(三) 利润表现保持强劲势头，估值支撑进一步加强

在前三季度，由于已赚保费、投资收益的大幅增加及责任准备金提取的相对放缓，净利润增长达到 43% 的水平，并有望在四季度进一步加快增速。自从 2008 年末即期国债收益率下跌以来，用作传统险评估利率的 750 天移动均线持续下跌，但进入 2011 年以来，下跌态势持续放缓，我们有理由相信进入四季度之后，均线方向即将扭转。在此影响之下，全年准备金的评估利率将高于现在的水平，并将进一步释放会计利润。我们判断全年利润增幅将远高于前三季度水平。

尽管在三季度随着市场整体下行，保险股的高贝塔属性得到强化，在不利的大势背景下，保险股估值支撑仍十分强大。以 10 月 19 日收盘价 19.31 而论，目前股价隐含的新业务价值倍数为 6 倍，远低于合理区间。

三、投资建议

预计在未来三年，EPS 将达到 1.0/1.3/1.5 元，在 2011 年 13 倍新业务价值倍数假设下，合理估值区间 24-25 元。2011 年，寿险板块个险营销迅猛增长与评估利率的上行合力拉高业绩表现，尚处在盈利周期高峰的产险板块也将加大业绩贡献。在 2011-2013 年，每股内含价值估值为 7.6/9.5/11.0 元，隐含 PE 分别为 19/15/12x。

维持之前作出的推荐评级。

表1. 中国太保主要指标预测 (百万元 人民币)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						资产负债表					
保险业务收入	96,342	139,555	159,238	184,684	212,800	资产总额	397,187	475,711	554,781	714,383	870,444
投资收益	19,389	21,067	21,041	31,798	38,013	交易类金融资产	333	3,604	3,667	5,412	6,595
营业收入	104,313	141,662	160,813	189,573	218,756	可供出售类金融资产	118,475	119,759	117,673	179,844	219,132
提取保险责任准备金	-39,225	-64,707	-67,595	-77,766	-87,483	持有到期类金融资产	104,618	157,360	184,573	236,310	287,933
退保金	-4,386	-4,489	-9,330	-6,823	-7,982	投资资产	366,018	433,385	773,789	650,821	792,997
赔款支出	-30,494	-34,523	-40,121	-50,778	-60,301	其他非投资资产	31,169	42,326	-219,007	63,562	77,447
保单红利支出	-2,053	-3,399	-4,595	-8,823	-10,145	负债总额	321,514	394,160	479,810	611,253	753,724
业务及管理费用	-13,237	-16,989	-19,146	-22,269	-25,946	保险合同准备金	236,152	307,186	382,773	476,376	587,410
营业支出	-94,772	-130,972	-151,316	-175,514	-202,013	应付保单红利	5,113	7,110	9,151	11,026	13,596
税前利润	9,506	10,670	10,569	14,060	16,743	股东权益	74,651	80,297	73,858	101,544	114,925
净利润	7,473	8,665	8,646	11,248	13,394	权益合计	75,673	81,551	74,971	103,130	116,720
	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入增长						资产/负债增长率					
已赚保费收入增长	27.2%	44.9%	14.1%	16.0%	15.2%	总资产增长率	-59.9%	19.8%	16.6%	28.8%	21.8%
投资收益增长	47.3%	8.9%	-4.7%	56.9%	19.5%	投资资产增长率	-60.6%	18.4%	78.5%	-15.9%	21.8%
营业收入增长	29.1%	35.8%	13.5%	17.9%	15.4%	总负债增长率	-62.4%	22.6%	21.7%	27.4%	23.3%
支出增长						寿险准备金增长率	-69.7%	30.1%	24.6%	24.5%	23.3%
退保金	10.4%	2.3%	107.8%	-26.9%	17.0%	股东权益增长	-44.7%	7.6%	-8.0%	37.5%	13.2%
赔款支出	-2.9%	13.2%	16.2%	26.6%	18.8%	每股数据					
准备金提转差	81.9%	65.0%	4.5%	15.0%	12.5%	股本	8,483	8,600	8,600	8,600	8,600
保单红利支出	-20.1%	65.6%	35.2%	92.0%	15.0%	EPS	0.95	1.00	1.01	1.29	1.53
佣金及手续费	33.7%	27.0%	21.3%	10.5%	15.3%	BVPS	9.67	9.34	8.47	11.81	13.36
业务及管理费用	15.8%	28.3%	12.7%	16.3%	16.5%	EV	5.97	8.21	7.65	9.45	10.96
净利润增长	180.2%	16.0%	-0.2%	30.1%	19.1%	NBV	0.73	0.88	0.75	0.82	0.93
盈利能力						当期市价	19.31	19.31	19.31	19.31	19.31
营业净利率	7.64%	6.13%	5.4%	6.0%	6.2%	市盈率	20.3	19.4	19.1	15.0	12.6
总资产周转率	24.26%	29.34%	28.7%	25.9%	24.4%	市净率	2.0	2.1	2.3	1.6	1.4
ROE	9.85%	10.66%	12.0%	10.9%	11.5%	内含价值倍数	3.2	2.4	2.5	2.0	1.8
ROA	1.85%	1.80%	1.5%	1.5%	1.5%	隐含新业务倍数	7.9	5.9	6.3	1.9	-1.9
ROAE	7.01%	10.47%	11.2%	12.7%	12.2%						
ROAA	1.69%	1.59%	1.3%	1.4%	1.5%						
杠杆	5.3	5.9	7.8	7.0	7.6						

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

叶云燕，金融行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A股：中国平安（601318.SH）、中国人寿（601628.SH）、中国太保（601601.SH）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn