

中国太保 2011 年 10 月保费点评： 个险新单增速回落但仍领涨同行业

投资要点：

一、事件

中国太保周五晚间发布 10 月份保费公告，11 年前十月累计寿险保费收入 815 亿元，同比增长 2.0%；十月单月实现保费 70 亿元，同比降低 1.3%。产险前十月保费收入 510 亿元，同比增长 19.6%，十月单月实现保费 43 亿元，增长 21.0%。扣除十月保费，前九个月寿险与产险保费增速分别为 2.4% 和 19.5%。

二、我们的分析与判断

（一）个险新单增速回落但仍领涨同行业

进入 10 月以来，太保单月个险新单增速出现连续第二个月下降，但是前十个月个险新单保费增幅仍远高于市场同业水平，全年新业务价值增速因此会在当前水平上略有下降，但是我们仍然预期会维持在 14% 左右的水平。其次，公司“聚焦期缴，聚焦营销”的产品战略转型初见成效，在认可板块价值的基础上，重视营销渠道的战略侧重会带来更好的板块相对收益。

（二）产险保费年度增幅达到近年峰值

中国太保今年前十月产险保费达到人民币 510，与去年同期的 426 同比增长 19.6%；十月单月实现保费 43 亿元，增长 21.0%。在年初受到汽车销量新政限制之后，全市场反应剧烈下行，太保经历了去年全年 51% 的高增长之后，在今年一月份下滑巨大，跌幅超过市场平均水平，达到 2% 的水平，之后一路增长并在 10 月达到了 19.6% 的全年峰值，增幅改良速度远超市场同期表现。

三、投资建议

预计在未来三年，EPS 将达到 1.0/1.2/1.4 元，在 2011 年 12 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 7.6/9.2/10.5，隐含 PE 分别为 19/18/15x。

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

马勇 金融行业分析师

☎：(8610) 6656 8238

✉：mayong@chinastock.com.cn

执业证书编号：S013051107000

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

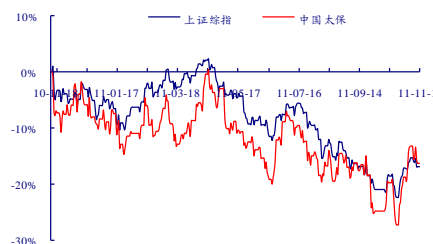
市场数据 时间 2011.11.13

A 股收盘价(元)	20.58
A 股一年内最高价(元)	26.98
A 股一年内最低价(元)	17.70
上证指数	2,481.08
市净率	2.20
总股本 (万股)	860000
实际流通 A 股 (万股)	620829

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

股价变动



资料来源：中国银河证券研究部，Wind 数据库

一、事件背景

中国太保周五晚间发布 10 月份保费公告，11 年前十月累计寿险保费收入 815 亿元，同比增长 2.0%；十月单月实现保费 70 亿元，同比降低 1.3%。产险前十个月保费收入 510 亿元，同比增长 19.6%，十月单月实现保费 43 亿元，增长 21.0%。扣除十月保费，前九个月寿险与产险保费增速分别为 2.4% 和 19.5%。

二、我们的分析判断

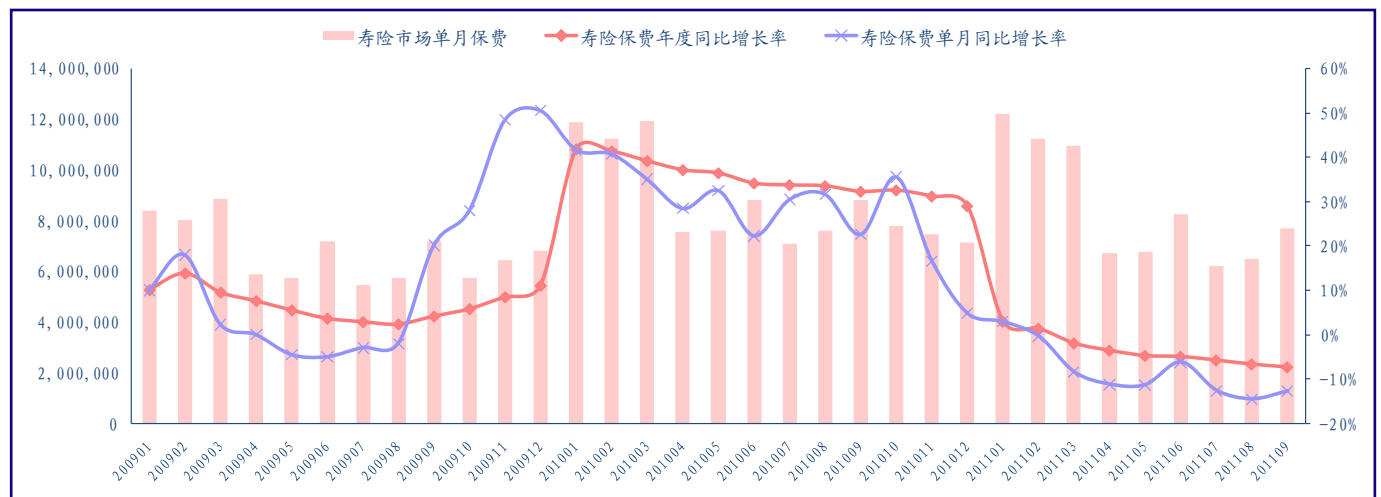
（一）个险新单增速回落但仍领涨同行业

中国太保今年前十月按照《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 815 亿元，比去年同期的 799 亿元同比增长 2.0%。此业绩水平依然高于寿险市场整体水平，在今年前九月，寿险市场保费增长持续恶化，同比下降 7.4%。70 亿元的单月保费较去年同期的 71 亿元下降 1.3%，月度保费同比增长达到下半年最佳水平。

进入 10 月以来，太保单月个险新单增速出现连续第二个月下降，但是前十月个险新单保费增幅仍远高于市场同业水平，全年新业务价值增速因此会在当前水平上略有下降，但是我们仍然预期会维持在 14% 左右的水平。其次，公司“聚焦期缴，聚焦营销”的产品战略转型初见成效，在认可板块价值的基础上，重视营销渠道的战略侧重会带来更好的板块相对收益。

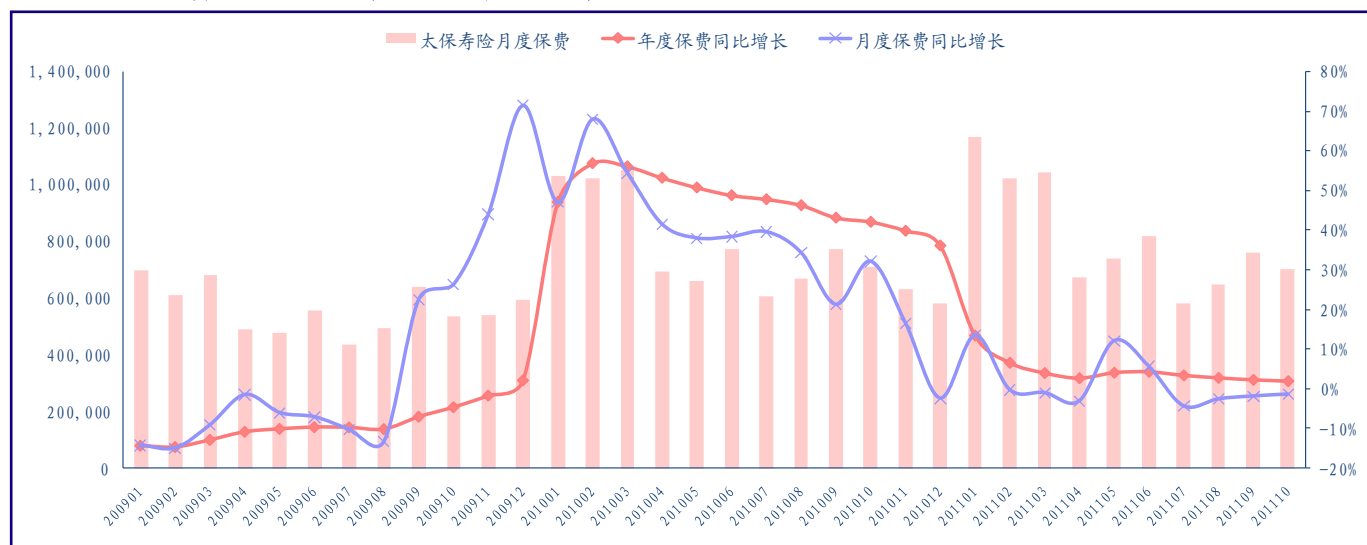
市场占有率方面，今年前九月，寿险市场集中度一路攀升至年内新高，太保寿险市场占有率轻微下滑。此点与太保的地域策略调整直接相关，但是太保的一线城市布局战略在短期内会带来件均保费和人均产能的提高，从增速上来讲将领涨上市保险公司。

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



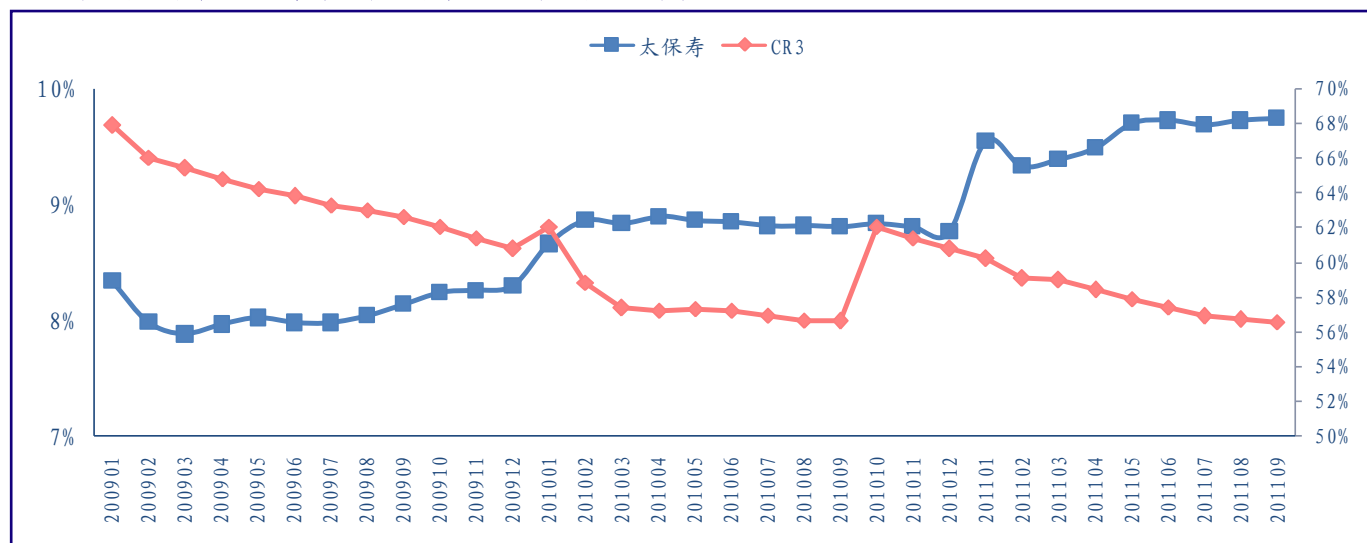
资料来源：中国银河证券研究部，中国保监会

图 2. 太保月度保费同比增持续上升，目前处在转正临界点



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继续下滑



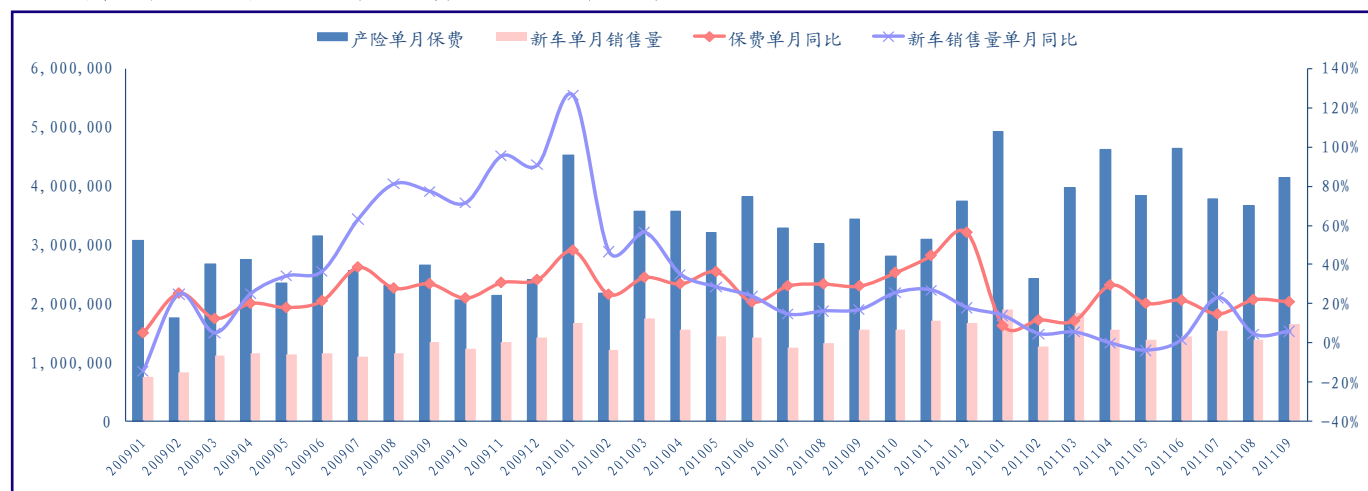
资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

（二）产险保费年度增幅达到近年峰值

中国太保今年前十月产险保费达到人民币 510，与去年同期的 426 同比增长 19.6%；十月单月实现保费 43 亿元，增长 21.0%。在年初受到汽车销量新政限制之后，全市场反应剧烈下行，太保经历了去年全年 51% 的高增长之后，在今年一月份下滑巨大，跌幅超过市场平均水平，达到 2% 的水平，之后一路增长并在 10 月达到了 19.6% 的全年峰值，增幅改良速度远超市场同期表现。

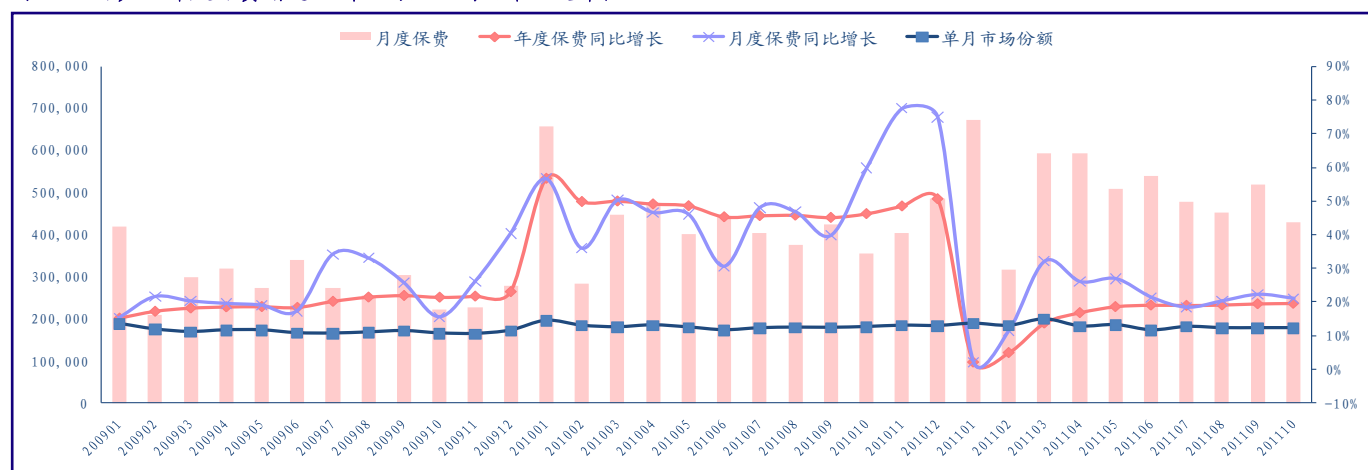
今年前三季度，产险市场竞争基本呈现去集中化态势，在九月份略有上调，而太保产险市占率保持相对稳定。

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



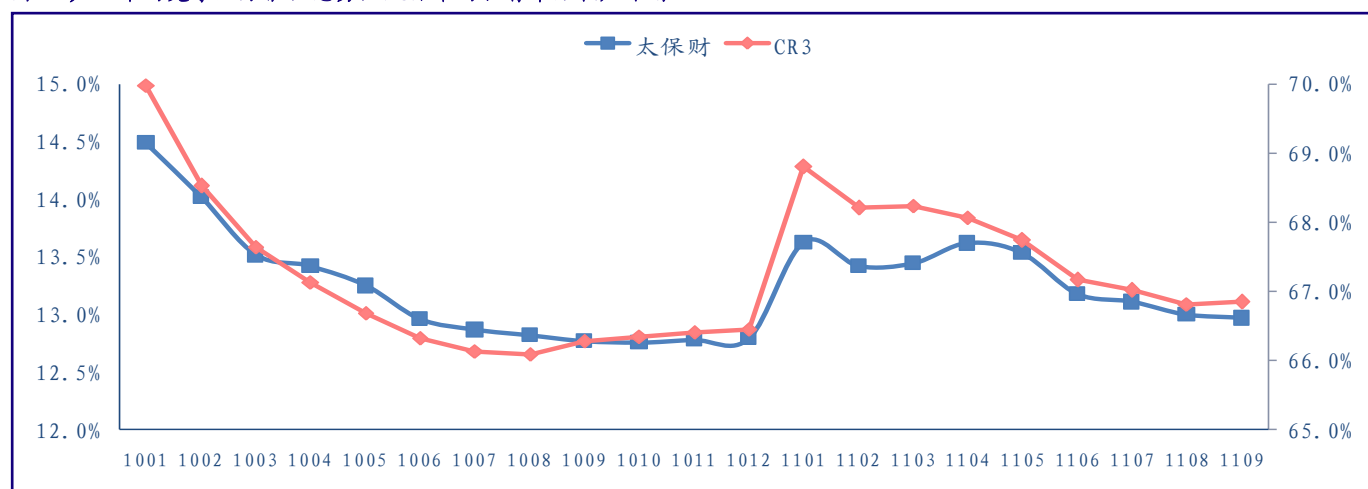
资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

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

三、投资建议

预计在未来三年，EPS 将达到 1.0/1.2/1.4 元，在 2011 年 12 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 7.6/9.2/10.5，隐含 PE 分别为 19/18/15x。

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	173,285	196,582	资产总额	397,187	475,711	554,781	696,498	836,962
投资收益	19,389	21,067	21,041	31,431	36,976	交易类金融资产	333	3,604	3,667	5,277	6,341
营业收入	104,313	141,662	160,813	178,110	201,931	可供出售类金融资产	118,475	119,759	117,673	175,342	210,703
提取保险责任准备金	-39,225	-64,707	-67,595	-70,224	-76,753	持有到期类金融资产	104,618	157,360	184,573	230,394	276,858
退保金	-4,386	-4,489	-9,330	-6,729	-7,714	投资资产	366,018	433,385	773,789	634,528	762,494
赔款支出	-30,494	-34,523	-40,121	-50,488	-59,481	其他非投资资产	31,169	42,326	-219,007	61,970	74,468
保单红利支出	-2,053	-3,399	-4,595	-8,709	-9,822	负债总额	321,514	394,160	479,810	595,386	723,942
业务及管理费用	-13,237	-16,989	-19,146	-21,265	-24,516	保险合同准备金	236,152	307,186	382,773	464,010	564,199
营业支出	-94,772	-130,972	-151,316	-165,566	-187,164	应付保单红利	5,113	7,110	9,151	10,740	13,059
税前利润	9,506	10,670	10,569	12,544	14,767	股东权益	74,651	80,297	73,858	99,557	111,282
净利润	7,473	8,665	8,646	10,035	11,814	权益合计	75,673	81,551	74,971	101,112	113,020
	2009	2010	2011E	2012E	2012E		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%	8.8%	13.4%	总资产增长率	-59.9%	19.8%	16.6%	25.5%	20.2%
投资收益增长	47.3%	8.9%	-4.7%	55.1%	17.6%	投资资产增长率	-60.6%	18.4%	78.5%	-18.0%	20.2%
营业收入增长	29.1%	35.8%	13.5%	10.8%	13.4%	总负债增长率	-62.4%	22.6%	21.7%	24.1%	21.6%
支出增长						寿险准备金增长率	-69.7%	30.1%	24.6%	21.2%	21.6%
退保金	10.4%	2.3%	107.8%	-27.9%	14.6%	股东权益增长	-44.7%	7.6%	-8.0%	34.8%	11.8%
赔款支出	-2.9%	13.2%	16.2%	25.8%	17.8%	每股数据					
准备金提转差	81.9%	65.0%	4.5%	3.9%	9.3%	股本	8,483	8,600	8,600	8,600	8,600
保单红利支出	-20.1%	65.6%	35.2%	89.5%	12.8%	EPS	0.95	1.00	1.01	1.15	1.35
佣金及手续费	33.7%	27.0%	21.3%	3.8%	13.6%	BVPS	9.67	9.34	8.47	11.58	12.94
业务及管理费用	15.8%	28.3%	12.7%	11.1%	15.3%	EV	5.97	8.21	7.65	9.21	10.50
净利润增长	180.2%	16.0%	-0.2%	16.1%	17.7%	NBV	0.73	0.88	1.00	1.11	1.25
盈利能力						当前市价					
营业净利率	7.64%	6.13%	5.4%	5.7%	5.9%	市盈率	21.8	20.8	20.5	18.1	15.3
总资产周转率	24.26%	29.34%	28.7%	24.9%	23.5%	市净率	2.1	2.2	2.4	1.8	1.6
ROE	9.85%	10.66%	12.0%	9.9%	10.4%	内含价值倍数	3.5	2.5	2.7	2.3	2.0
ROA	1.85%	1.80%	1.5%	1.4%	1.4%	隐含新业务倍数	9.9	7.5	6.1	2.9	0.1
ROAE	7.01%	10.47%	11.2%	11.5%	11.0%						
ROAA	1.69%	1.59%	1.4%	1.3%	1.4%						
杠杆											
	5.3	5.9	7.8	7.0	7.5						

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。

马勇，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。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