

## 中国太保 2011 年 11 月保费点评： 个险新单猛增拉高全年新业务价值

### 投资要点：

#### 一、事件

中国太保周三晚间发布公告，根据新准则，旗下寿险、产险、健康险和养老保险业务今年前 11 月分别实现保费收入 879 亿元和 559 亿元，合计 1438 亿元。对比去年同期，寿险保费收入增长 2.0%，产险增长 21.7%。扣除前十月保费收入，11 月寿险单月保费 64 亿元，同比上升 1.4%，产险单月保费 49 亿元，同比上升 12.3%。

#### 二、我们的分析与判断

##### (一) 个险新单猛增拉高全年新业务价值

中国太保今年前十一个月按照《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 879 亿元，与去年同期的 862 亿元相比增长 2.0%。保费增速落至全年最低点，在前十个月寿险市场保费收入同比下降 9.3% 的大环境中，此业绩水平远高于市场平均水平。

进入 11 月以来，太保单月个险新单结束持续两个月的下行趋势，在 11 月大幅上涨 38%，为今年前 11 月第三的单月涨幅，并进一步拉动前 11 月个险新单累计保费同比增幅回升至 21%，结束了持续六个月的下行趋势。在此拉动下，我们将全年新业务价值增幅预计区间稳定到 13% 的水平。当前业绩亦可理解为公司“聚焦期缴，聚焦营销”总体战略的落实体现，在当下市场背景下能在营销渠道有所突破，将拉动新业务价值进一步上行，估值也得以强化。但是在银保渠道，业绩仍不乐观。对太保而言，银保渠道占比虽有所下降，但总体存量仍然巨大，前 11 月银保保费新单同比下降 26%，创下年内新高，我们判断这一趋势在进入 12 月之后得以强化。但从总体上来看，太保银保新业务边际仍较低，得益于对整体新业务价值的影响也较小。

##### (二) 产险表现超市场平均水平

中国太保今年前十一个月产险保费达到人民币 559 亿元，与去年同期的 467 亿元相比增长 19.8%。市场前十个月产险板块同比增速呈稳定上升态势，说明新车销售限制对产险板块的利空已经完全吸收，但是从绝对值上来看仍仅为 17.8%，太保产险增速不及平安，但是仍远高于市场平均水平。总体判断产险业务为公司利润贡献将趋于稳定。

#### 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 25-26 元。在 2011-2013 年，每股内含价值估值为 7.7/9.2/10.5 元，隐含 PE 分别为 18.9/16.6/14.1x。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

电话：(8610) 6656 8028

邮箱：mayong@chinastock.com.cn

执业证书编号：S013051107000

特此鸣谢

唐子佩 (8610) 6656 4030

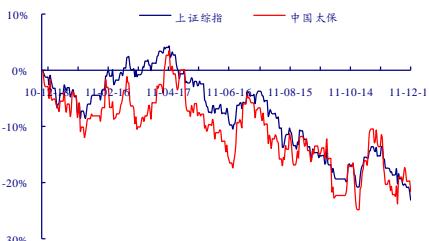
tangzipei@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

#### 市场数据时间 2011.12.14

A 股收盘价(元)	19.10
A 股一年内最高价(元)	25.47
A 股一年内最低价(元)	17.70
上证指数	2,315.27
市净率	2.05
市盈率	19.20
总股本 (万股)	860000
实际流通 A 股 (万股)	620829
限售的流通 A 股 (万股)	7841
流通 A 股市值(亿元)	1185.78

#### 股价走势



资料来源：中国银河证券研究部，Wind 数据库

## 一、事件背景

中国太保周三晚间发布公告，根据新准则，旗下寿险、产险、健康险和养老保险业务今年前11月分别实现保费收入879亿元和559亿元，合计1438亿元。对比去年同期，寿险保费收入增长2.0%，产险增长21.7%。扣除前十月保费收入，11月寿险单月保费64亿元，同比上升1.4%，产险单月保费49亿元，同比上升12.3%。

## 二、我们的分析判断

### (一) 个险新单猛增拉高全年新业务价值

中国太保今年前十一月按照《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879亿元，与去年同期的862亿元相比增长2.0%。保费增速落至全年最低点，但在前十个月寿险市场保费收入同比下降9.3%的大环境中，此业绩水平远高于市场平均水平。64亿元的单月保费是八月份以来的最低单月业绩，但是单月保费同比在下半年首次转正，较去年同期的63亿元上涨1.4%，单月保费同比增幅高位微幅震荡，总体远高于市场平均18.1%的降幅。

进入11月以来，太保单月个险新单结束持续两个月的下行趋势，在11月大幅上涨38%，为今年前11月第三的单月涨幅，并进一步拉动前11月个险新单累计保费同比增幅回升至21%，结束了持续六个月的下行趋势。在此拉动下，我们将全年新业务价值增幅预计区间稳定到13%的水平。当前业绩亦可理解为公司“聚焦期缴，聚焦营销”总体战略的落实体现，在当下市场背景下能在营销渠道有所突破，将拉动新业务价值进一步上行，估值也得以强化。但是在银保渠道，业绩仍不乐观。对太保而言，银保渠道占比虽有所下降，但总体存量仍然巨大，前11月银保保费新单同比下降26%，创下年内新高，我们判断这一趋势在进入12月之后得以强化。但从总体上来看，太保银保新业务边际仍较低，得益于此对整体新业务价值的影响也较小。

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

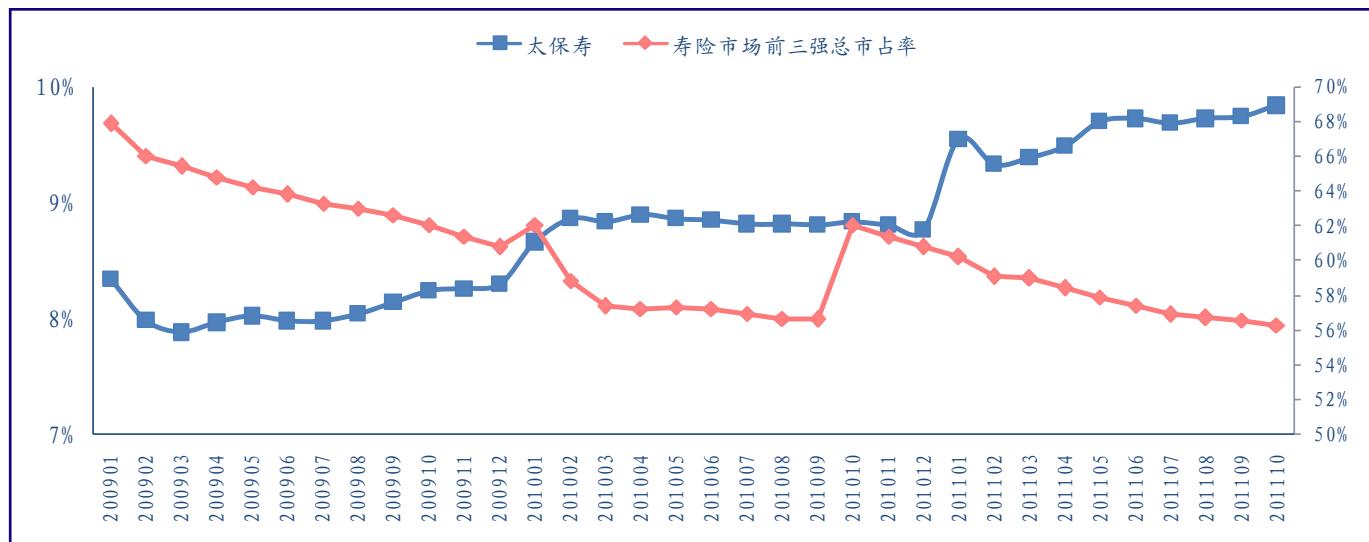
市场占有率方面，今年前十月，寿险市场集中度一路下行，太保寿险市场占有率逆势大涨至08年以来的最高点。此点与太保的地域策略调整直接相关，但是太保的一线城市布局战略在短期内会带来件均保费和人均产能的提高，从增速上来讲将领涨上市保险公司。从相对水平上来看，亦可得出太保在版图扩张上领先于主要竞争对手的结论。

图2. 太保前十一月寿险保费达到879亿元，与去年同期的862亿元相比增长2.0%



资料来源：中国保监会, Wind 资讯，中国银河证券研究部

图3. 寿险市场集中度降至年内新低，太保寿险市场占有率达到新高



资料来源：中国保监会, Wind 资讯，中国银河证券研究部

## （二）产险表现超市场平均水平

中国太保今年前十月产险保费达到人民币559亿元，与去年同期的467亿元相比增长19.8%。市场前十个月产险板块同比增速呈稳定上升态势，说明新车销售限制对产险板块的利空已经完全吸收，但是从绝对值上来看仍仅为17.8%，太保产险增速不及平安，但是仍远高于

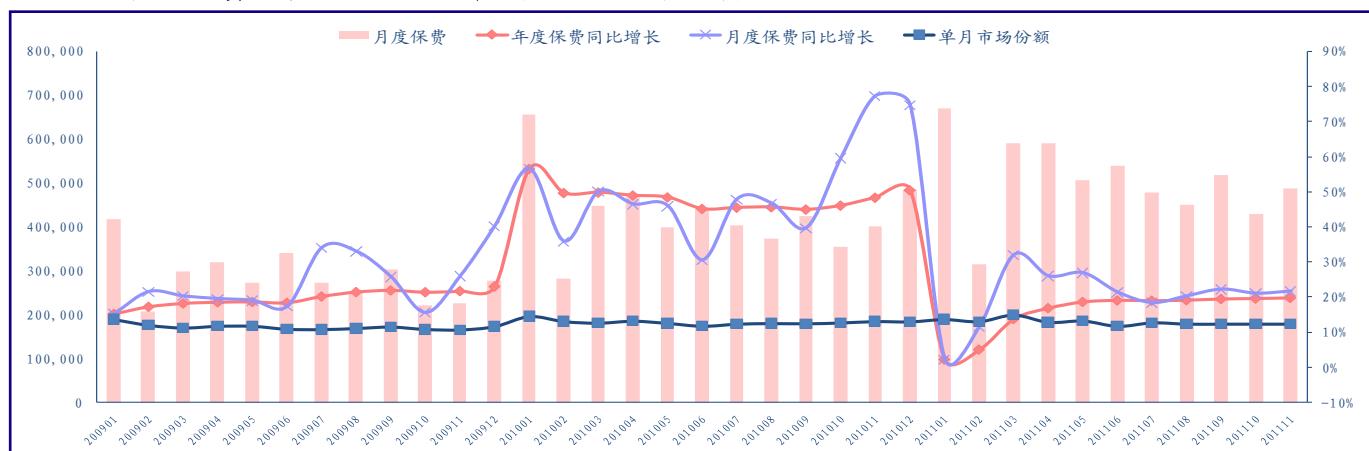
市场平均水平。同时我们也判断车险费率改革开展方式将采用小范围渐进式放开，至少在短期内不会对保费增长带来太大冲击，而综合成本率因此上升的幅度亦将相对有限。总体判断产险业务为公司利润贡献将趋于稳定。

图 4. 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



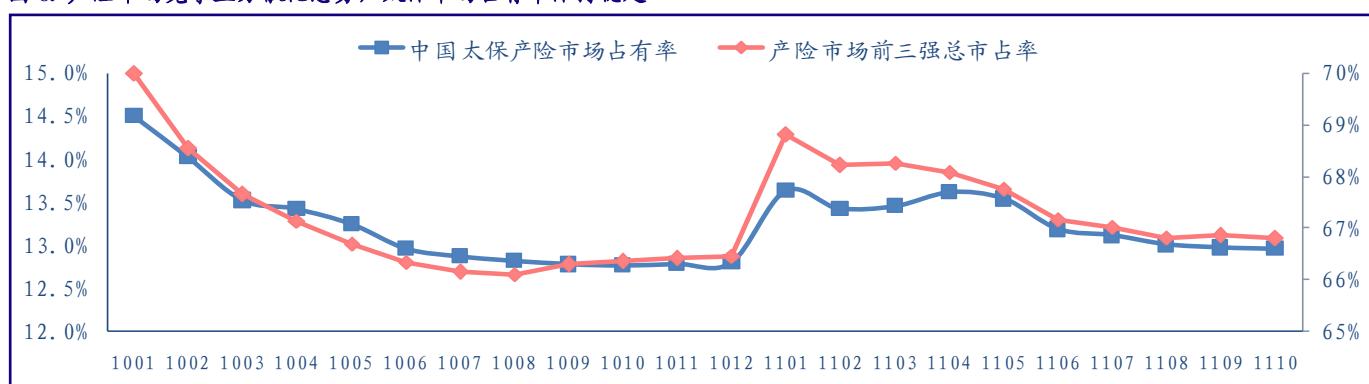
资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

图 5. 太保前 11 月保费达到 559 亿元，与去年同期的 467 亿元相比增长 19.8%



资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

图 6. 产险市场竞争呈分散化态势，太保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

### 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 25-26 元。在 2011-2013 年，每股内含价值估值为 7.7/9.2/10.5 元，隐含 PE 分别为 18.9/16.6/14.1x。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		
<b>利润表</b>													
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	2013E		2009	2010	2011E	2012E	2013E		
<b>收入增长</b>													
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%	
<b>支出增长</b>													
退保金	10.4%	2.3%	107.8%	-27.9%	14.6%		寿险准备金增长率	-69.7%	30.1%	24.6%	21.2%	21.6%	
赔款支出	-2.9%	13.2%	16.2%	25.8%	17.8%		股东权益增长	-44.7%	7.6%	-8.0%	34.8%	11.8%	
准备金提转差	81.9%	65.0%	4.5%	3.9%	9.3%		<b>每股数据</b>						
保单红利支出	-20.1%	65.6%	35.2%	89.5%	12.8%		股本	8,483	8,600	8,600	8,600	8,600	
佣金及手续费	33.7%	27.0%	21.3%	3.8%	13.6%		EPS	0.95	1.00	1.01	1.15	1.35	
业务及管理费用	15.8%	28.3%	12.7%	11.1%	15.3%		BVPS	9.67	9.34	8.47	11.58	12.94	
净利润增长	180.2%	16.0%	-0.2%	16.1%	17.7%		EV	5.97	8.21	7.65	9.21	10.50	
<b>盈利能力</b>								NBV	0.73	0.88	0.99	1.10	1.24
营业净利率	7.64%	6.13%	5.4%	5.7%	5.9%		<b>当期市价</b>						
总资产周转率	24.26%	29.34%	28.7%	24.9%	23.5%		19.11	19.11	19.11	19.11	19.11		
ROE	9.85%	10.66%	12.0%	9.9%	10.4%		市盈率	20.0	19.2	18.9	16.6	14.1	
ROA	1.85%	1.80%	1.5%	1.4%	1.4%		市净率	2.0	2.0	2.3	1.7	1.5	
ROAE	7.01%	10.47%	11.2%	11.5%	11.0%		内含价值倍数	3.2	2.3	2.5	2.1	1.8	
ROAA	1.69%	1.59%	1.4%	1.3%	1.4%		隐含新业务倍数	7.6	5.7	4.6	1.5	-1.2	
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，非银行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。

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](http://www.chinastock.com.cn)

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)

上海地区: 于淼 021-20257811 [yumiao\\_jg@chinastock.com.cn](mailto:yumiao_jg@chinastock.com.cn)

深广地区: 詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)