

中国太保 2012 年 1 月保费点评： 寿险增幅重上快车道

投资要点：

一、事件

中国太保周一晚间发布公告，根据新准则，太保寿险、太保财险 2012 年 1 月的累计原保险业务收入，分别为人民币 122 亿元、68 亿元，同比分别小幅增长 4.27%、1.49%。上述两子公司 1 月份实现保费收入合计 190 亿元，同比增长 3.26%。

二、我们的分析与判断

(一) 寿险增幅远超市场同业

中国太保 2012 年 1 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 122 亿元，与去年同期的 117 亿元相比增长 4.3%。从绝对值上来看，122 亿元的保费达到太保近年单月保费最高值。保费增幅回到自去年下半年以来的最好记录。同时考虑到同期寿险市场保费尚未缓解的下行趋势，相对增长幅度更加显著。

当前业绩可理解为公司“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，2012 年银保保费新单继续下滑。从渠道策略上看，由于太保目前更加强化银保渠道的获客价值，源自银保渠道的保费收入比实际情况会更好。且从总体上来看，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。

(二) 产险表现超市场平均水平，市场占有率不断提升

中国太保 2012 年 1 月产险保费达到人民币 68 亿元，与去年同期的 67 亿元相比增长 1.3%。市场全年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 14.7%，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。

三、投资建议

预计在未来三年，EPS 将达到 1.0/1.2/1.4 元，隐含 PE 分别为 21.1/18.6/15.8x。预计产险板块在 2012 年规模和利润增速将比 2011 年略有下滑，但是总体上维持规模。预计 2012 年银保渠道全年增幅将回到正值，同时个险新单继续拉高新业务价值贡献，进一步带动评估价值提升。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

☎: (8610) 6656 8238

✉: mayong@chinastock.com.cn

执业证书编号: S 0130511070005

特此鸣谢

唐子佩 (8610) 6656 4030

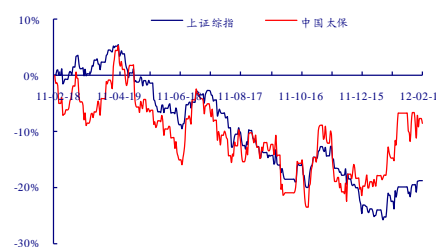
(tangzipei@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2012.2.13

A 股收盘价(元)	21.41
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	2,351.86
市净率	2.29
市盈率	21.52
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)	1329.19

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

中国太保周一晚间发布公告，根据新准则，太保寿险、太保财险 2012 年 1 月的累计原保险业务收入，分别为人民币 122 亿元、68 亿元，同比分别小幅增长 4.27%、1.49%。上述两子 公司 1 月份实现保费收入合计 190 亿元，同比增长 3.26%。

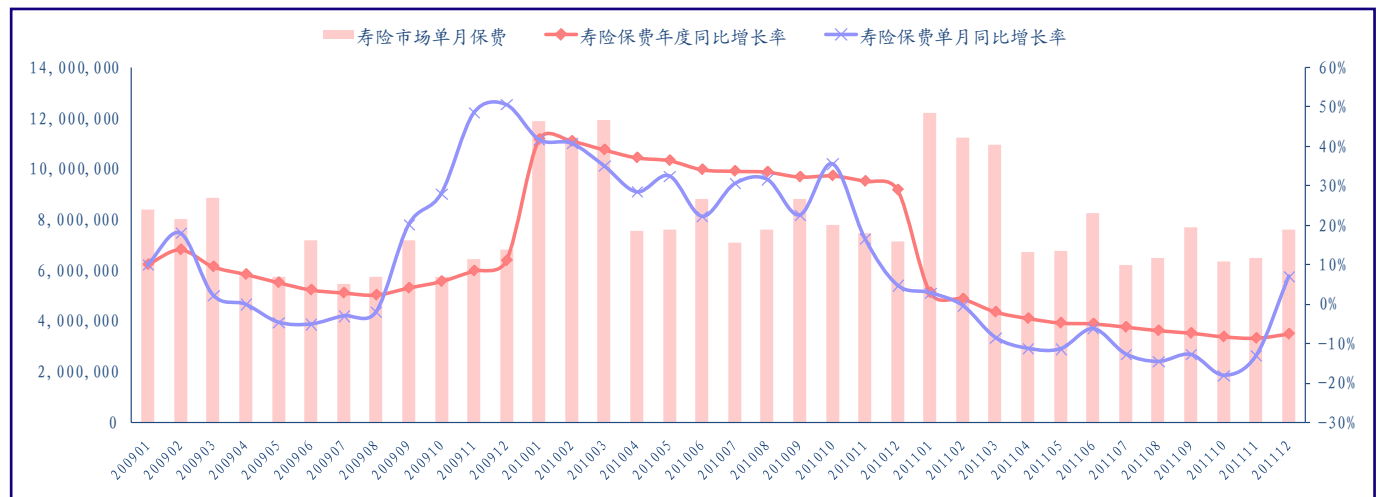
二、我们的分析判断

（一）寿险增幅远超市场同业

中国太保 2012 年 1 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 122 亿元，与去年同期的 117 亿元相比增长 4.3%。从绝对值上来看，122 亿元的保费达到太保近年单月保费最高值。保费增幅回到自去年下半年以来的最好记录。同时考虑到同期寿险市场保费尚未缓解的下行趋势，相对增长幅度更加显著。

当前业绩可理解为公司“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，2012 年银保保费新单继续下滑。从渠道策略上看，由于太保目前更加强化银保渠道的获客价值，源自银保渠道的保费收入比实际情况会更好。且从总体上来看，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。

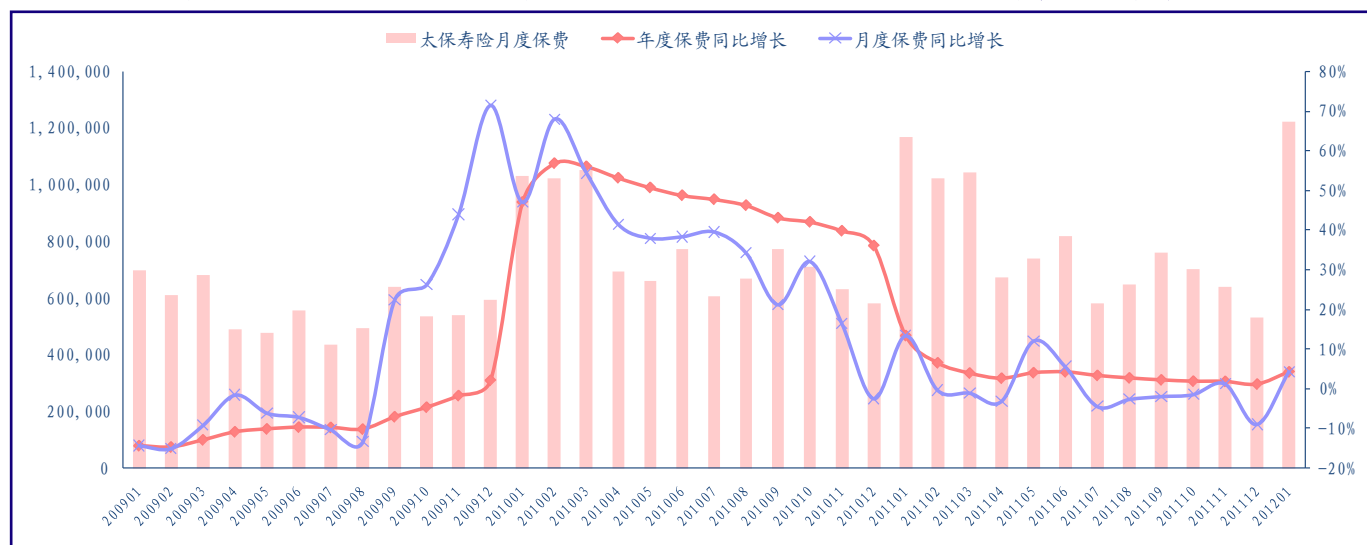
图 1：尽管高基数效应逐渐淡化，全国寿险市场下滑趋势进一步强化



资料来源：中国银河证券研究部，中国保监会

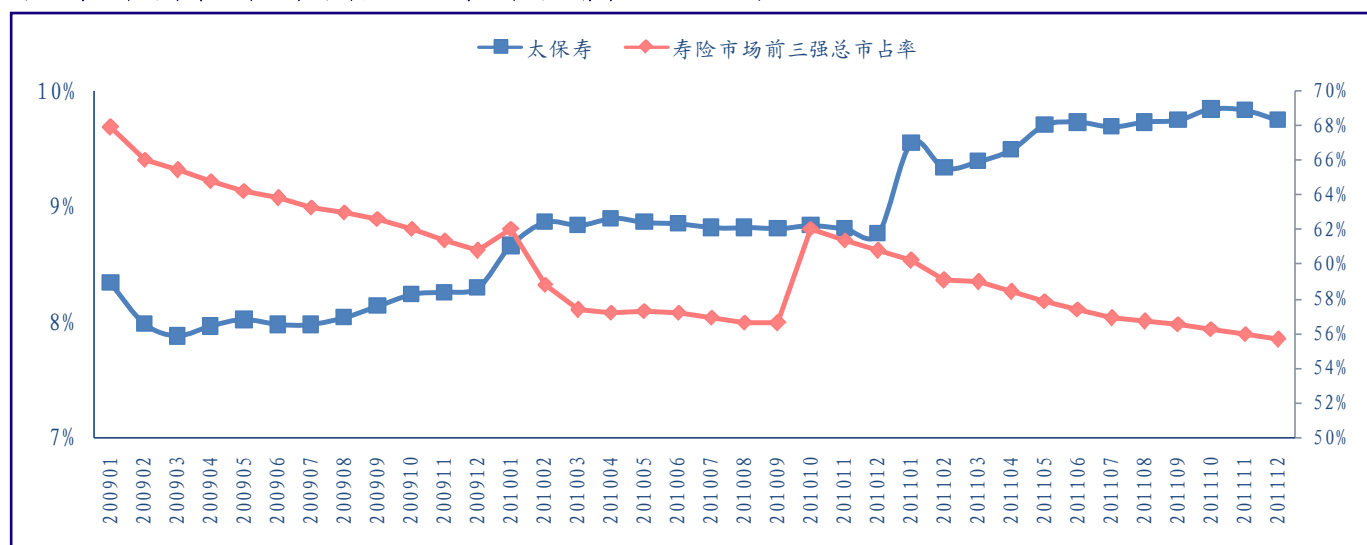
市场占有率方面，2011 年全年，寿险市场集中度一路下行，太保寿险市场占有率逆势大涨。此点与太保的地域策略调整直接相关，但是太保的一线城市布局战略在短期内会带来件均保费和人均产能的提高，从增速上来讲将领涨上市保险公司。从相对水平上来看，亦可得出太保在版图扩张上领先于主要竞争对手的结论。

图 2. 太保 2011 年寿险保费达到 122 亿元，与去年同期的 117 亿元相比增长 4.3%。达到太保近年单月保费最高值。



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上涨幅度居首



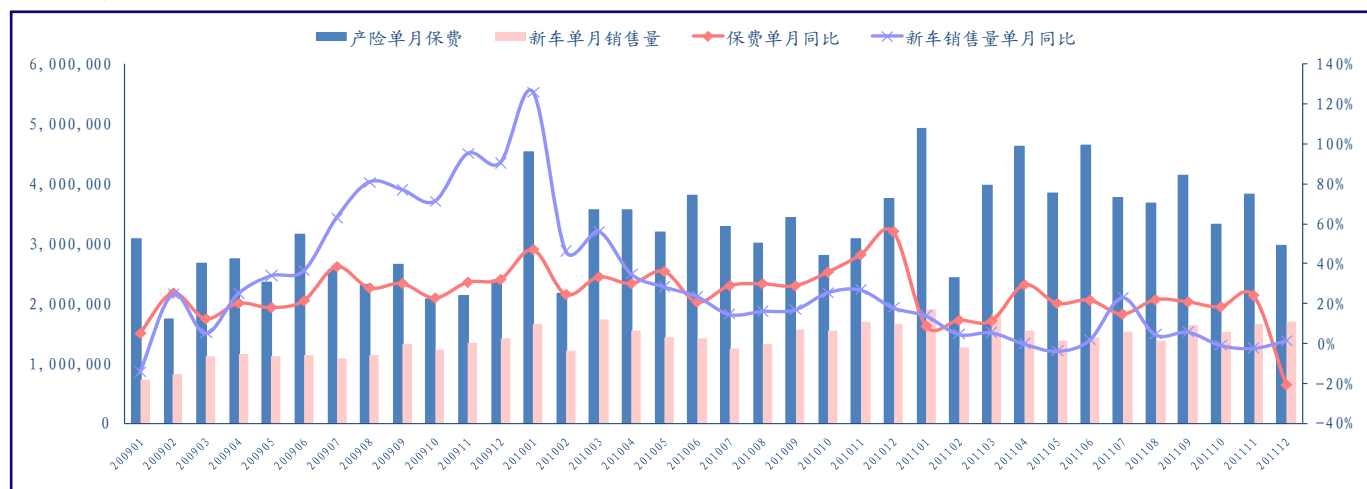
资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

（二）产险增速趋缓，但市场占有率不断提升

中国太保 2012 年 1 月产险保费达到人民币 68 亿元，与去年同期的 67 亿元相比增长 1.3%。

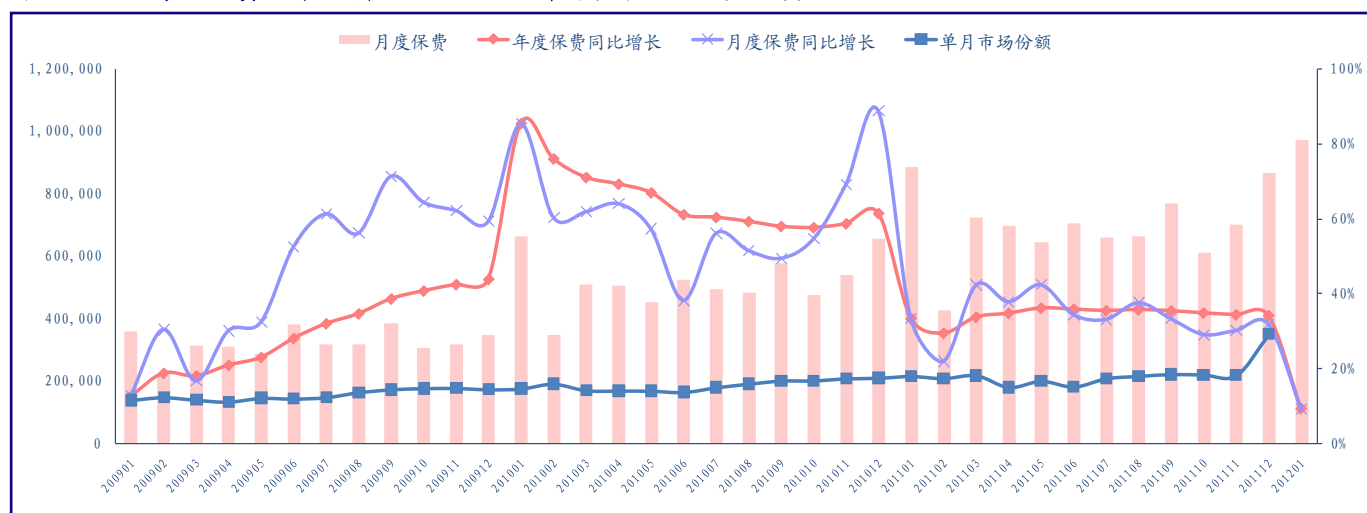
市场全年产险板块同比增速呈稳定上升态势，说明新车销售限制对产险板块的利空已经完全吸收，但是从绝对值上来看仍仅为 14.7%，太保产险增速不及平安，但是仍远高于市场平均水平。同时我们也判断车险费率改革开展方式将采用小范围渐进式放开，至少在短期内不会对保费增长带来太大冲击，而综合成本率因此上升的幅度亦将相对有限。总体判断产险业务为公司利润贡献将趋于稳定。

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



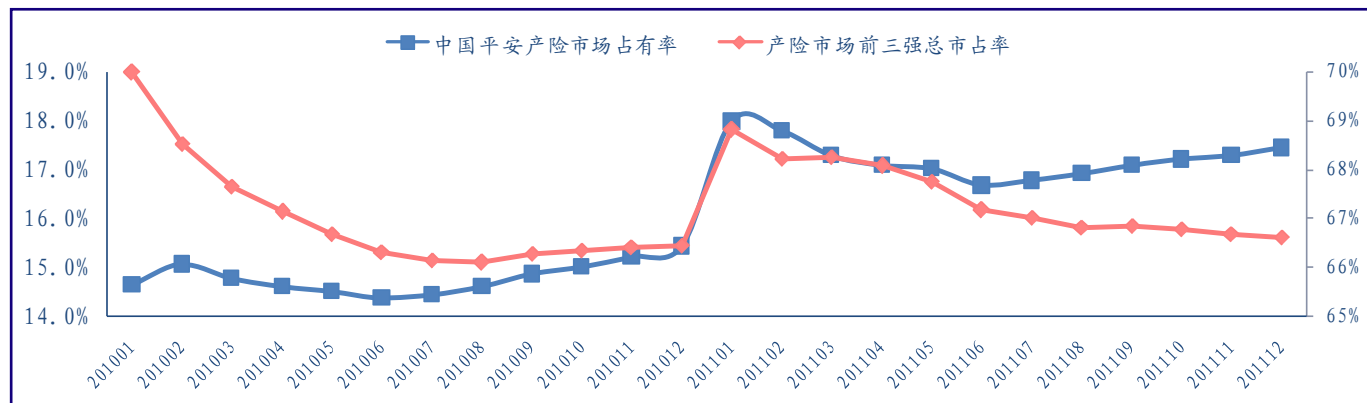
资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

图 5. 太保 1 月产险保费达到人民币 68 亿元，与去年同期的 67 亿元相比增长 1.3%



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，隐含 PE 分别为 21.1/18.6/15.8x。预计产险板块在 2012 年规模和利润增速将比 2011 年略有下滑，但是总体上维持规模。预计 2012 年银保渠道全年增幅将回到正值，同时个险新单继续拉高新业务价值贡献，进一步带动评估价值提升。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	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%	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	0.99	1.10	1.24
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	22.5	21.5	21.1	18.6	15.8
总资产周转率	24.26%	29.34%	28.7%	24.9%	23.5%	市净率	2.2	2.3	2.5	1.8	1.7
ROE	9.85%	10.66%	12.0%	9.9%	10.4%	内含价值倍数	3.6	2.6	2.8	2.3	2.0
ROA	1.85%	1.80%	1.5%	1.4%	1.4%	隐含新业务倍数	10.8	8.3	6.9	3.6	0.7
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，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。

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