

2012年2月21日

谢继勇

C0056@capital.com.tw

目标价(元)

24.50

公司基本资讯

产业别	保险
A 股价 (12/02/20)	21.01
上证综合指数 (12/02/20)	2363.60
股价 12 个月高/低	24.66/17.89
总发行股数 (百万)	8600
A 股数 (百万)	6208.29
A 市值 (亿元)	1304.36
主要股东	香港中央结算 (代理人)有限公司(18.79%)
每股净值 (元)	8.68
股价/帐面净值	2.42
一个月 三个月 一年	
股价涨跌(%)	-3.80 9.83 -6.54

近期评等

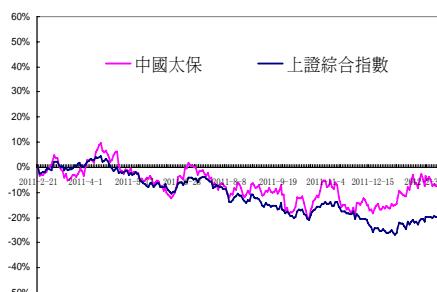
出刊日期	前日收盘	评等
2011-10-20	18.60	买入

产品组合

保险业务收入	87.65%
投资收益收入	11.88%
其他净收入	0.47%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	6.535
券商集合理财	0.19%

股价相对大盘走势

中国太保(601601/2601.HK) Buy 买入 (维持)
调研简评：保险主业发展稳健，资本偿付能力无忧
结论与建议

公司专注于保险主业，寿险坚持聚焦营销、聚焦期缴战略，个人产能不断提高；产险保费增速好于行业平均，综合成本率保持行业领先；产寿险结构合理，盈利增长稳定。预计 2011、2012 年太保可实现净利润 114 亿、138 亿元；同比增长 33%、22%；EPS 分别为 1.32 元和 1.61 元。目前 A 股股价相对 2011 年动态 PE 为 14 倍，P/EV 为 1.26 倍，隐含一年新业务乘数为 4.67 倍，估值具有较大吸引力；考虑到未来投资收益率提升将显著改善公司经营情况，且预计寿险承保将由于基期的原因初现改善，维持买入的投资建议。

寿险：

- **一、1月寿险实现开门红，二季度可望看到银保同比改善。**太保1月份保费收入同比增长4.4%，其中个险新单增速在10%以上；银保依然负增长，但同比降幅将有所收窄。2011年受银保新规的影响，渠道保费受限十分明显；考虑到银保新规真正严格落实和显现效果是在2011年二季度；由于基期的原因，在加上公司针对新规的适应性调整，预计二季度以后银保保费可重回增长。
- **二、个险代理人管理方式调整，人均产能仍有较大提升空间。**2010年以来，人力成本确实有明显的上升，从佣金率水平上来看，2011年上半年报披露的代理人佣金率同比增长了20%左右。公司为提高代理人留存率，改革了原来层级的上下线制度，变成公司直接负责代理人的培养，这样不仅有助于提高留存率，也减轻了因人员频繁流转带来的额外成本。在公司管理能力不断提升的情况下，人均产能仍有较大提升空间。
- **三、保费结构持续调整，提升新业务价值。**太保坚持聚焦营销、聚焦期缴的策略，保单销售以分红险为主，传统险比例持续下降。未来保费结构调整的方向主要还是注重期限结构，通过长期限期缴产品实现较高的新业务价值。2011年初的目标是新业务价值增长20%，由于三四季度承保的增长都不理想，达到20%的目标增速可能比较困难。

产险：

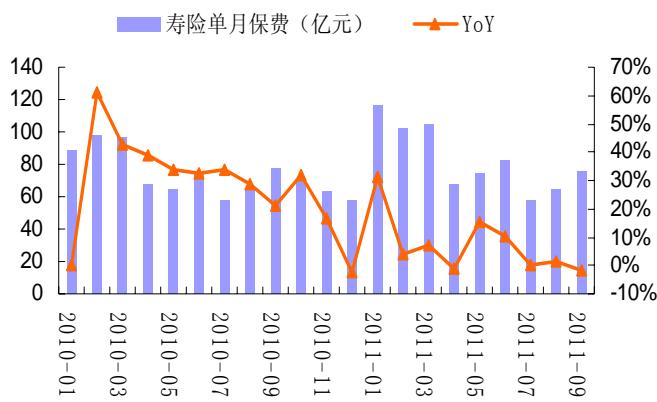
- **一、保费收入保持较快增长，车险费率市场化加剧竞争。**考虑到新车销量增速受影响，未来有放缓迹象，公司已经有意识提升续保率，通过存量汽车续保来增加承保。前三季度电话车险45亿元，电销加交叉销售渠道销售的保费已经占到车险保费的10%左右。我们认为公司电话车险相对平安起步较晚，凭借公司综合实力，未来仍可望取得高速增长

.....接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010	2011F	2012F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1,339	7,356	8,557	11,378	13,732
同比增减	%	-80.57%	449.37%	16.33%	32.97%	20.69%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.16	0.86	1.00	1.32	1.60
同比增减	%	-80.57%	449.37%	16.33%	32.97%	20.69%
市盈率(P/E)	X	145.80	26.54	22.81	17.16	14.22
股利 (DPS)	RMB 元	0.3	0.3	0.35	0.35	0.35
股息率 (Yield)	%	1.32%	1.32%	1.54%	1.54%	1.54%

- **二、注重效益贡献，坚持综合成本率行业领先。**公司2003年开始严格执行核保核赔，一直在综合成本率方面保持领先优势。除了管理水平方面的提升，对效益型险种的关注也是综合成本率长期领先的原因之一。太保在农业险和保证保险方面投入较少，由于农业险处亏损状态，有意放缓发展；保证保险则因为公司在2002年推出时产生较大亏损而被公司叫停；非车险增速略低于市场平均。目前在这两块的保费收入增长与同业有较大差距，但对于公司产险盈利表现影响很小。
- **三、交强险开放外资进入影响有限。**交强险2012年将实现对外资开放。我们认为，由于服务网点数量较少，外资保险公司在国内发展长期受限，目前这一条件并没有发生改变，因此外资在交强险方面并不具备竞争优势。此外，交强险在产险承保中的占比相对较小，且目前处于整体亏损状态；即使市场份额被侵占，对于内资产险公司业绩的影响仍较为有限。
- **投资：长期投资收益提升，久期匹配持续改善。**2011年公司固定收益类的资产配置收益率提高，其中，协议存款以五年定存为主，目前存款利率在6%左右，较之前有近一个百分点的提升；债券收益率也通过新增和置换部分获得一定提升。由于去年三季度已经减持了一部分带来浮亏的投资资产，预计四季度将转回部分浮亏。以持有目的划分，公司交易性金融资产主要是可转债等，占比较小；可供出售类金融资产包括几乎所有股票和大量债券，未来股市债市的回暖有利于增加股东权益。公司通过投资国债、债权计划、固定资产等拉长资产久期，以匹配负债长期限产品的增加。
- **资本充足率：偿付能力充足，无减持压力。**公司产寿险偿付能力充足，短期内没有融资压力；主要股东持股稳定，可在必要时为公司提供可靠的资金支持。寿险偿付能力自上市以来均在150%以上，2011年中期192%的偿付能力充足率显著高于同业其他寿险公司；产险偿付能力175%。我们认为公司偿付能力充足率行业领先，经营风格稳健，具备较高的抗风险能力。

图1、寿险保费增速继续下滑趋势

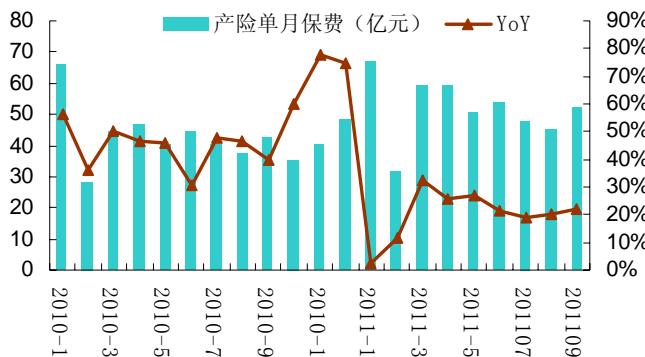


资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

图2、国债750日收益率移动平均曲线



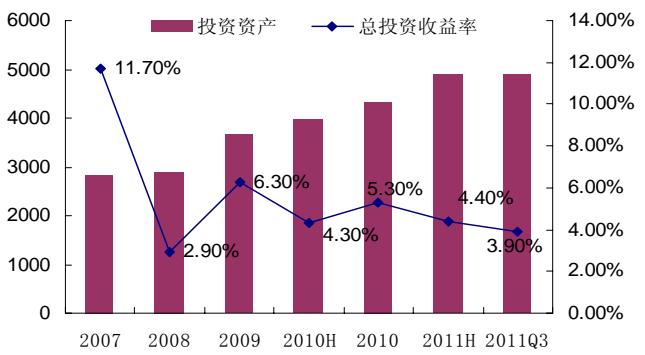
资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

图3、太保产险保费


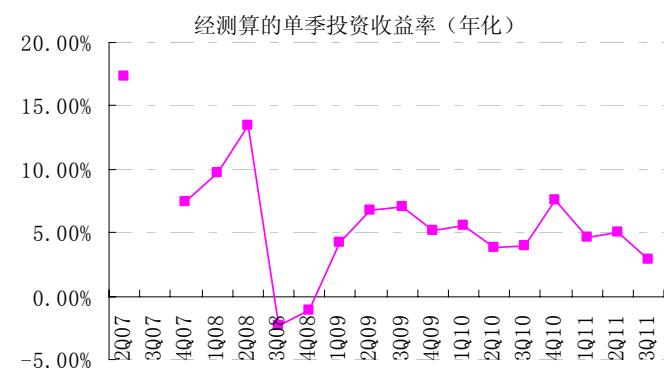
资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

图4、太保产险综合成本率变化


资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

图5、太保投资资产规模和收益率


资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

图6、太保单季度投资收益率


资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

 强力买入 StrongBuy ($ER \geq 30\%$)；买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

 中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

 卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
营业收入	97,835	104,313	141,662	168,338	185,770
已赚保费	84,274	84,127	119,751	143,572	158,763
保险业务收入	94,016	96,342	139,555	155,981	184,769
提取未到期责任准备金	1307	2424	6382	5022	7529
投资收益	13,266	19,529	21,067	24,181	25,390
营业支出	98,584	94,772	130,972	148,737	169,012
退保金	7,257	4,386	4,489	9,524	8,584
赔付支出	32,741	30,494	34,523	40,124	44,871
提取保险责任准备金	37,909	39,225	64,707	65,602	80,004
保险手续费及佣金支出	7,258	8,820	11,198	13,265	14,783
营业利润	-749	9,541	10,690	13,151	16,758
利润总额	-355	9,506	10,670	13,990	16,797
净利润	1,339	7,356	8,557	11,378	13,732

附二：合并资产负债表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
货币资金	17513	30123	14960	18,308	20,827
定期存款	82756	86371	106772	125,991	141,412
交易性金融资产	1166	333	3604	4,168	4,819
可供出售金融资产	96064	118475	119759	143,711	168,113
持有至到期投资	70980	104618	157360	198,274	235,232
其他资产合计	50,911	57,267	73,256	74,075	88,229
资产合计	319390	397187	475711	564,526	658,633
保户储金及投资款	766	52179	51354	58,544	67,325
未到期责任准备金	15946	15863	23407	30,429	38,036
寿险责任准备金	211547	201249	258797	310,556	357,140
其他负债合计	41,903	52,223	60,602	64,208	83,095
负债合计	270162	321514	394160	463,737	545,596
股本	7700	8483	8600	8,600	8,600
股东权益总额	48741	74651	80297	88,327	95,393
负债和所有者权益总计	319,390	397,187	475,711	564,526	658,633

附三：合并现金流量表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
经营活动产生的现金流量净额	25,056	38,474	61,618	73,942	85,269
投资活动产生的现金流量净额	-29,374	-46,677	-70,600	-67,070	-72,436
筹资活动产生的现金流量净额	-7,131	20,871	-3,383	-3,552	-2,617
现金及现金等价物净增加额	-11,549	12,665	-12,678	3,319	10,217

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核审。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。